Die

Emissionsstatistik in Deutschland und einigen ausländischen Staaten.

Inaugural-Dissertation

zur

Erlangung der staatswissenschaftlichen Doktorwürde

vorgelegt der

Hohen Rechts- und Staatswissenschaftlichen Fakultät

der

Albert-Ludwigs-Universität

zu

Freiburg im Breisgau

ACAD. LUGD. BAT. BIBL.

von

Martin Marx

aus Mannheim.

Altenburg, S.-A.,
Piererſche Hofbuchdruckerei Stephan Geibel & Co.
1913.

Dekan: Prof. Dr. Merkel.

Referent: Geh. Hofrat Prof. Dr. von Schulze-Gaevernitz.

Inhaltsverzeichnis.

Literaturverzeichnis.

Bankenquete.
Börsenenquete.
Kommentar zum Börsengesetz, herausgegeben vom Zentralverband der Banken und des Bankiergewerbes.
Eberstadt: Der deutsche Kapitalmarkt. Leipzig 1901.
Eßlen: Konjunktur und Geldmarkt 1902—1908. Stuttgart 1909.
Helfferich: Das Geld. Frankensteinsche Sammlung.
Liefmann: Beteiligungs- und Finanzierungsgesellschaften. Jena 1909.
Loeck, P.: Reichsstempelgesetz vom 15. Juni 1909. Berlin 1910, J. Guttentag Verlag.
Lotz: Technik des Emissionsgeschäftes. (Schmollers Jahrbuch XIV, Heft 2. Leipzig 1890.)
— Das Emissionsgeschäft. (Handwörterbuch der Staatswissenschaften.)
Moos, F.: Die französischen Kreditinstitute und die französischen und englischen Kapitalanlagen im Auslande. (Conrads Jahrbücher 1910, 3. F. XXXIX.)
Nußbaum: Kommentar zum Börsengesetz. München 1910.
Pöschel, Moritz: Banken und Börse im Dienste der öffentlichen Emissionen. (Zeitschrift für Volkswirtschaft, Sozialpolitik und Verwaltung. 20. Band. V. Heft. Wien 1911.)
Prion: Preisbildung an der Wertpapierbörse. Leipzig 1910.
Rießer: Die deutschen Großbanken und ihre Konzentration. (3. Auflage, Jena 1910.)
Sartorius v. Waltershausen: Das volkswirtschaftliche System der Kapitalanlage im Ausland. Berlin 1907.
Schmalenbach: Die Methoden der Emissionstechnik. (Zeitschrift für handelswissenschaftliche Forschung, 2. Jahrgang 1907—1908.)
Sombart: Die deutsche Volkswirtschaft im 19. Jahrhundert.
Spiethoff: Die äußere Ordnung des Geld- und Kapitalmarktes. (Schmollers Jahrbuch XXXIII, 2, 1909.)
Wolff und Birkenbiehl: Die Praxis der Finanzierung. Berlin 1905.

I. Allgemeiner Teil[1].

1. Begriff der Emission und der Emissionsstatistik.

Um zu einer Definition der Emissionsstatistik zu gelangen, ist es vor allen Dingen notwendig, sich über den Begriff der Emission klar zu werden. Zuerst sei dieser Begriff negativ abgegrenzt. Die Emission von Effekten ist nicht identisch mit der Ausgabe von Effekten, oder, um es genauer zu sagen, die Ausgabe der Effekten bedeutet in der Regel nicht (bes. in Deutschland nicht) die Emission von Effekten. Die Ausgabe von Effekten ist die „rechtsgeschäftliche Fortgabe der Wertpapiere von seiten ihres Ausstellers"[2]. Die Ausgabe wird also von seiten des Ausstellers bewirkt. Bei Gründungen werden die Effekten dann ausgegeben, wenn die Gründer die Effekten übernehmen, bei Kapitalserhöhungen und Anleihen in der Regel dann, wenn die Banken die Effekten übernehmen, Vorgänge, die nicht unter den Begriff der eigentlichen Emissionen fallen. Sie bedeuten vielmehr nur die Vorbereitung der Emission. Auch Emission und Zulassung der Wertpapiere an der Börse ist nicht identisch, wie es z. B. Sombart[3] anzunehmen scheint, ja selbst das Börsengesetz ist in seinem § 36 von diesem Irrtum nicht frei, indem es unter anderem sagt, „daß die Zulassungsstelle die Aufgabe und die Pflicht habe, dafür zu sorgen, daß das Publikum über alle zur Beurteilung der zu emittierenden Wertpapiere notwendigen, tatsächlichen und rechtlichen Verhältnissen soweit als möglich informiert wird, und bei Unvollständigkeit der Angaben die Emission nicht zu-

---

[1] Die Arbeit war schon Ende Juli 1912 fertiggestellt worden. Ich konnte deshalb bei der Untersuchung der Emissionsstatistiken die neuesten Zahlen nicht benutzen. Indessen sind sie, soweit sie mir zugänglich waren, nachträglich in die einzelnen Statistiken aufgenommen worden. Der Verfasser.

[2] Arthur Nußbaum, a. a. O. S. 147.

[3] Sombart, a. a. O. S. 226.

zulassen." Der Ausdruck emittieren ist hier unrichtig gebraucht, was in den Börsenkommentaren auch immer betont wird. Das Gesetz meint die Zulassung zur Börse, nicht die Emission. Die Zulassung zur Börse ist etwas rein formales, die zwar öfters der Emission vorausgeht, um dadurch den Absatz der Papiere zu erleichtern, weil offizielle Börsenpapiere infolge ihrer leichteren Verkäuflichkeit lieber gekauft werden als solche, die nicht an der Börse zu verkaufen sind, aber die Zulassung muß nicht die notwendige Voraussetzung der Emission sein. Oft erfolgt sie erst nach der Emission, ja es werden heute Effekten emittiert, die sich um die offizielle Börsenzulassung gar nicht bewerben. Diese Papiere werden auf dem sog. freien Markt gehandelt.

Was bedeutet nun positiv der Begriff der Emission? Unter Emission versteht man die Unterbringung, den Verkauf neuer Effekten an das weitere Publikum, mit einem Worte den Vertrieb der neuen Effekten. Auf welche Weise das geschieht, mit oder ohne Vermittlung der Bank, ist ganz gleichgültig. Die Bank muß nicht bei der Emission beteiligt sein, wie man so oft zu hören bekommt, sie ist es in den meisten Fällen deshalb, weil sie infolge ihrer weitverzweigten Verbindungen leichter in der Lage ist, die neuen Effekten an das Publikum zu verkaufen[1].

Wenn Emission der Vertrieb der Effekten ist, so ist die Emissionsstatistik die zahlenmäßige Erfassung der in einem bestimmten Zeitraum vertriebenen neuen Effekten. Damit fallen alle jene Transaktionen aus der Erfassung der Emissionsstatistik, die man fälschlicher Weise oft auch als Emission bezeichnet, wie Neuausgeben von Effekten zum Zwecke der Konversion und Fusion. Lotz z. B. meint: „Das Emissionsgeschäft als ein Zweig des Bankbetriebes umfaßt mannigfache einzelne Geschäftsakte, welche sich vor allem in folgende Gruppen sondern: Anleihegeschäft, Konversionsgeschäfte, Mitwirkung bei Gründungen, Fusionen, Sanierung und Kapitalsvermehrungen bei Aktiengesellschaften"[2]. Nach Lotz sind alle diese Geschäfte eines und dasselbe: das Emissionsgeschäft. Bei Konversionen und Fusionen, um die hier zu erörternden Geschäfte herauszugreifen, handelt es sich aber in der Regel nicht um Neuemissionen, d. h.

[1] Die volkswirtschaftliche Bedeutung der Emission soll und kann im Rahmen dieser Arbeit nicht behandelt werden. Inwieweit eine Emission eine Belastung des Geld- und Kapitalmarktes bedeutet, wird im V. Kapitel dieser Arbeit näher erörtert werden.

[2] Handwörterbuch der Staatswissenschaften: Artikel Emissionsgeschäft.

um Transaktionen, bei denen neue Effekten an das Publikum verkauft werden, sondern es handelt sich um eine Neuausgabe von Effekten, die zum Umtausch gegen alte Effekten benutzt werden, bezw. sogar nur um eine Abstempelung der alten Effekten. Bei Fusionen handelt es sich meistens um eine Kapitalserhöhung zwecks Einverleibung einer schon bestehenden Gesellschaft, deren Aktionäre durch die neuausgegebenen Aktien entschädigt werden. Daß Hand in Hand mit den Fusionstransaktionen (öfters auch mit den Konversionstransaktionen) neue Kapitalien aufgenommen werden, steht natürlich auf einem anderen Blatte. Der reine Fusionsvorgang bedeutet aber niemals eine Neuemission, sondern nur eine Neuausgabe zwecks Umtausch. Bei Konversionen entstehen oft nicht einmal neue Effekten, sondern die alten Werte werden einfach durch Abstempelung in (meistens) niedriger verzinsliche Effekten umgewandelt. Alle diese Transaktionen bedeuten also, um es noch einmal hervorzuheben, keine Neuemissionen.

2. Die Emissionsarten.

Die Formen, wie neue Effekten an das Publikum abgesetzt werden, sind äußerst mannigfaltig. Um zu erkennen, wo eine Emissionsstatistik die Papiere zu erfassen hat, wenn sie die Emission richtig wiedergeben soll, und wie groß die Schwierigkeiten sind, die einer richtigen Erfassung entgegenstehen, ist es notwendig, die einzelnen Emissionsarten zu skizzieren.

Die Emissionen sind in zwei Hauptgruppen einzuteilen:

A. die direkten Emissionen,

B. die indirekten Emissionen.

A. Die direkten Emissionen. In diesem Falle emittiert der Kapitalsucher selbst seine Papiere an das Publikum und zwar entweder

1. durch öffentliche Subskription oder

2. freihändig, unter der Hand.

Hier fallen Ausgabe und Emission zusammen. In Deutschland ist dieser direkte Emissionsmodus früher bei den Staatspapieren öfters üblich gewesen, und zwar geschah dies unter Beihülfe von Agenten und Staatskassenämtern (Staatsbanken), die entweder ständig die Obligationen verkauften, die Papiere also unter der Hand emittierten oder die Anleihe zur Zeichnung ausschrieben und die Zeichnungen entgegennahmen. Der Finanzbehörde blieb es dann vorbehalten, den Zeichnern entsprechende Beträge zuzuteilen [1]. Auf dem Wege der

[1] Nach Altmann, Finanzwissenschaft, „Natur- und Geisteswelt" 1910.

direkten öffentlichen Subskription wurde auch noch jene historisch-denkwürdige erste Kriegsanleihe im Jahre 1870 emittiert, die bekanntlich trotz der großen patriotischen Begeisterung, wie man allgemein behauptet, durch Nichtberücksichtigung der Marktverhältnisse (ob vielleicht nicht auch infolge Umgehung der Banken als Vermittler?) nur zu zwei Drittel des aufgelegten Betrages gezeichnet wurde. Direkter Verkauf an der Börse, also direkte freihändige Emission, ist nach Altmann[1] in Preußen bisweilen durch die Seehandlung vermittelt worden. Die Staatsanleihen werden heute bekanntlich nicht mehr direkt, sondern indirekt durch das sog. Preußenkonsortium emittiert. In England, Frankreich und den Vereinigten Staaten werden die Staatspapiere auch heute noch direkt emittiert. Die direkte Unterbringung von Aktien ist in Deutschland niemals Brauch gewesen und ist es auch heute nicht. Dagegen werden in England und Amerika die Aktien auch heute noch in sehr ausgedehntem Maße direkt im Publikum untergebracht. Es handelt sich hier neben der Kapitalserhöhung um die sog. Sukzessivgründung, bei der die Gesellschaft die Aktien, die die Gründer nicht übernommen haben, dem Publikum direkt zur Zeichnung auflegt. Daß dieser Emissionsmodus von Aktien bei uns nicht üblich ist, hängt neben der von England verschiedenen Organisation unserer Banken auch von dem Umstand ab, daß die Eintragung der Gesellschaft in das Handelsregister und die Errichtung der Gesellschaft bei der Sukzessivgründung nach § 195 des H.G.B. erst nach der Zeichnung des ganzen Grundkapitals stattfinden, so daß die Gründung nicht mit einem Schlage geschehen kann, während in Amerika und England die Zeichnung des ganzen Grundkapitales für die Errichtung einer Gesellschaft durch Sukzessivgründung nicht erforderlich ist. Aber auch in diesen beiden Ländern schieben sich sehr oft zwischen Publikum und Unternehmer Vermittler, und zwar sind dies die sog. underwriters.

„Underwriters sind die privaten Bankiers oder merchants, die die Geldbeschaffung mit ihrem eigenen Kapital oder auch in Verbindung mit ihren Freunden und ihrer Kundschaft als riskantes, aber auch sehr einträgliches Geschäft vornehmen, ferner die sog. Financial Companies, die alle Arten von Kredit- und Effektengeschäften machen, die man in England nicht als Bankgeschäft zu bezeichnen pflegt, in den Vereinigten Staaten namentlich auch die Trustcompanies, die ganz besonders eine Vereinigung der verschiedensten Geld-, Kredit- und Effektengeschäfte darstellen. Derartige

[1] a. a. O.

Unternehmen zeichnen jede einen Teilbetrag und verpflichten sich auch in der Regel, die vom Publikum nicht aufgenommenen Stücke selbst zu übernehmen. Sie suchen sie dann teils in ihrer Kundschaft, teils durch Verkauf an der Börse wieder abzustoßen" [1]. Hiermit nähert sich der direkte Emissionsmodus der indirekten Emissionsmethode.

B. Die zweite Hauptgruppe bilden also die indirekten Emissionen. In diesem Falle schiebt sich zwischen Publikum und Kapitalsucher der Bankier, oder, wie es in der Regel der Fall ist, ein Bankkonsortium. Die Banken emittieren die neuen Papiere entweder kommissionsweise gegen bestimmte Provisionen oder sie übernehmen die Papiere fest zu einem bestimmten Kurse, dem sog. Übernahmekurse, von dem Kapitalsucher, bezw. dem Vorbesitzer als Übernahmekonsortium und vertreiben sie dann auf eigene Rechnung an das Publikum. Der Kommissionsmodus spielt in Deutschland nur bei den Pfandbriefen eine große Rolle, die sehr oft (im Falle, daß die Zeichnung keinen Erfolg gehabt hat) von den Kreditbanken gegen Bonifikationen auf Rechnung der Hypothekenbanken an das Publikum freihändig emittiert werden. Sonst wird der Kommissionsmodus selten angewandt. Die Regel bildet die feste Übernahme der Papiere von seiten eines Übernahmekonsortiums. Diese indirekten Emissionen, wie sie durch die Banken auf eigene Rechnung durchgeführt werden, sondern sich in erster Linie auch wieder in die beiden Formen der Emission durch öffentliche Subskription und der Emission unter der Hand. Nur bedienen sich die Banken neben diesen beiden Emissionsformen noch einer dritten Emissionsform, der sog. Emission durch Börseneinführung, so daß die indirekten Emissionen in folgende drei Emissionsarten zu gruppieren sind, Emissionsarten, die in der Praxis häufig miteinander verbunden sind, der systematischen Darstellung halber aber hier möglichst getrennt behandelt werden sollen:

Indirekte Emission

1. durch Zeichnungsauflegung } öffentliche Emission
2. durch Börseneinführung }
3. durch Verkauf unter der Hand.

Diese indirekten Emissionsformen will ich etwas ausführlicher darstellen, als ich es bei der direkten Emissionsmethode getan habe, weil der indirekte Emissionsweg in Verbindung mit einem Übernahmekonsortium heute in Deutschland der herrschende ist.

---

[1] Liefmann, a. a. O. S. 80. Ausführliche Erörterungen über die underwriters finden sich in einem Aufsatz von Dr. Otto Heymann: Das „Underwriting" bei englischen Gründungen, Konrads Jahrbücher März 1912 S. 781 ff.

1. Emission durch Zeichnungsauflegung. In diesem Falle wendet sich das Bankkonsortium mit einer öffentlichen, in der Presse verkündigten Zeichnungseinladung, im Falle der schon vollzogenen Börsenzulassung in Verbindung mit dem Zulassungsprospekte an das weitere Publikum. Von der Zulassung vor der Emission ist man heute mehr und mehr abgekommen, weshalb oft in den Prospekten zu lesen ist, die Zulassung soll beantragt werden, ein Verfahren, durch welches natürlich die Prüfung der Zulassungsstelle, ob die zu emittierenden Papiere nicht den im Börsengesetz bestimmten Vorschriften widersprechen, umgangen wird [1]. Einladung zur Zeichnung auf einen bestimmten Betrag zu einem bestimmten Kurse, dem sog. Subskriptionskurse, bedeutet nicht, daß dieser ganze Betrag auch immer wirklich zugeteilt wird. Es heißt nur, daß die Bank die Absicht hat, höchstens bis zu diesem Betrage nach Gutdünken zu verteilen. Denn die Zeichnungseinladung ist keine Offerte, sondern lediglich eine Aufforderung zur Offerte, zum Kaufangebot von seiten des Publikums. Heute besonders ist es Regel geworden, namentlich bei Aktien, den zur Zeichnung aufgelegten Betrag aus Rücksicht auf höhere Emissionsgewinne auch bei Überzeichnung nicht zuzuteilen. Mit Recht sagt darüber Lansburgh in der „Bank“: „Werden 10 Millionen Aktien zu 130 % zur Zeichnung aufgelegt, so besagt dies selbst bei gelungener Unterbringung des ganzen Betrages nicht, daß 13 Millionen aus dem Markte genommen sind. Der größere Teil der Papiere kann im Laufe von Monaten oder Jahren zu 80 % oder zu 160 % untergebracht worden sein“ [2]. Die Restbeträge werden in dem von Lansburgh angenommenen Falle allmählich an der Börse oder sonstwie verkauft, und zwar haben es die Banken sehr häufig in der Hand, den ersten Kurs, den sog. Einführungskurs, nach Gutdünken mit ihrem zurückbehaltenen Material zu „machen“. „Denn ob sie die verlangten 160 000 Mk. oder 500 000 Mk. zu 150 % oder 170 % abgeben, hängt ganz von ihrem Willen ab, vorausgesetzt nur, daß nicht im Augenblick der Festsetzung des Kurses noch ein größeres Angebot herauskommt — was jedoch höchst unwahrscheinlich ist — und daß von seiten der Käufer keine limitierten Aufträge vorliegen. Gerade das letztere ist aber, trotz vielfacher Ermahnungen der Presse und manch übler Erfahrung, die das Publikum mit neuen

---

[1] Die Prüfung bei der Zulassung bleibt natürlich unberührt. Nur hat sie keinen Einfluß auf die Emission, da sie in diesem Falle nachträglich vorgenommen wird.

[2] Zeitschrift „Bank“, herausg. von Lansburgh, Januarheft 1909.

Papieren selbst gemacht hat, merkwürdiger Weise bei den Aufträgen zum ersten Kurs fast niemals der Fall, was jeweilig zu dem Eindruck verführt, als ob das Publikum auf neue Papiere geradezu versessen sei. Jedenfalls ist es unbestritten, daß die Emissionsfirmen den ersten Kurs ‚machen‘, und nichts steht der Annahme im Wege, daß sie, wenn sie wollen, den ersten Kurs nicht wesentlich höher als den Zeichnungspreis festsetzen lassen können. In Wirklichkeit aber wird im Gegenteil fortlaufend Klage geführt, daß die Emissionsfirmen die unsinnigsten Kurssteigerungen begünstigen, indem sie in der Hergabe von Material zurückhaltend sind"[1].

Einige Beispiele dafür gibt Prion:

Aktien	Der Zeichnungspreis betrug in %	Der erste Kurs stellte sich auf %	Der erste Kurs war höher %
Mathildenhütte	128	165	37
Brauerei Muser & Co. . . .	195	225	30
Chemische Fabrik Concordia .	202	235	33
A.-G. Arthur Koppel	168	185	17
Sarotti A.-G.	133	166	33
Brown, Boveri & Co. . . .	200	218	18
Schraubenfabrik Riehm . . .	156	170	14

Diese nachträgliche Emission bedeutet natürlich dann, wenn der erste Kurs gegenüber dem Zeichnungspreis ein höherer ist, für die Banken eine Erhöhung ihrer üblichen Emissionsgewinne, sodaß es leicht erklärlich ist, daß die Banken diese hohen Gewinnchancen möglichst auszunutzen suchen und bei der Zeichnung immer geringere Beträge zuteilen, mit der Absicht, den Rest zu höheren Kursen an der Börse abzugeben. Schließlich hat diese Gewohnheit dazu geführt, von einer Zeichnung überhaupt abzusehen und den ganzen Emissionsbetrag an die Börse zu bringen. Diesen Emissionsmodus nennt man heute allgemein, im Gegensatz zu der bisher besprochenen Art der Emission durch Subskription mit event. nachträglichem Einzelverkauf innerhalb oder außerhalb der Börse, den Emissionsmodus der Börseneinführung.

2. Emission durch Börseneinführung. Zu diesem Zwecke macht die emittierende Bank öffentlich bekannt, daß sie an einem bestimmten Tage die Aktien eines Unternehmens zu einem bestimmten Kurse,

---

[1] Prion, a. a. O. S. 44.

[2] Ebenda S. 45.

dem sog. Einführungskurse an die Börse einzuführen gedenke. „Hierdurch hat es die Emissionsfirma in der Hand, ‚eine Überzeichnung‘ der Aktien mit einer Erhöhung des ursprünglich in Aussicht genommenen Einführungskurses zu beantworten, mit anderen Worten, den gesamten Erfolg der Emission zugunsten ihres Gewinnkontos zu verbuchen, was bei der Auflegung der Zeichnung zu einem im voraus bestimmten Preise nicht möglich ist. Die ‚Einführung‘ hat denn auch heute die Zeichnung stark verdrängt, freilich nicht ohne den Emissionsfirmen den Vorwurf einzubringen, daß sie sich auf Kosten der von ihnen selbst entfachten Spekulationsleidenschaft des Publikums in verhältnismäßig hoher Weise bereichern“ [1]. Es kommt sogar vor, daß die Bank den Betrag, den sie einzuführen gedenkt, gar nicht öffentlich bekannt macht, so daß sie auch in der Höhe der Beträge vollständig ungebunden ist und je nach Gutdünken einen kleineren oder größeren Betrag bei der ersten Einführung zur Verfügung stellen kann. So berichtet z. B. der „Plutus“ über die Einführung der neuen Werte der Voigtländischen Tüllfabrik [2]. Die Zulassung war für 2½ Mill. Mk. beantragt. Bei der ersten Einführung stellte das Bankhaus aber nur 300 000 Mk. Aktien zur Verfügung. Da das Publikum auf Grund des Prospektes annahm, daß die ganze Summe, 2½ Mill. Mk., eingeführt würde, so wurde der Betrag von 300 000 Mk. vielfach überzeichnet, so daß ein ganz unsinnig hoher Kurs heraussprang, was natürlich nur der Tasche der Emissionsbank zu gute kam [3].

3. Der dritte Emissionsmodus ist der Verkauf der Effekten unter der Hand oder, wie der Franzose sehr anschaulich sagt, sous le manteau. „Unter der Emission unter der Hand ist ein Emissionsverfahren zu verstehen, welches sich abseiten der Öffentlichkeit vollzieht, bei dem gerade nicht völlige Heimlichkeit waltet, und die

---

[1] Prion a. a. O. S. 45.

[2] „Plutus“ vom 14. Juni 1910.

[3] Auf diese Weise haben sich die Emissionsgewinne der Banken in den letzten Jahren bedeutend erhöht, ohne daß dies allerdings in den Bilanzen zum Ausdruck gelangt. Nach den Zusammenstellungen der „Frankf. Ztg.“ betragen die Gewinne auf dem Effekten- und Konsortialkonto bei den neun Berliner Großbanken bloß 50,78 Mill. Mk., was mit den anderen Gewinnkonten verglichen, Provision an 70,93 Mill. Mk. und Zinsen und Diskontierungen von Wechseln 113,3 Mill. Mk. eine ziemlich geringe Summe bedeutet. Die Emissionsgewinne sind in Wirklichkeit viel größer, da es gerade die Emissionsgewinne sind, die die Banken gerne zu Abschreibungen bei Verlusten benutzen, so daß in den Bilanzen nicht der reine Emissionsgewinn zutage tritt, sondern der Emissionsgewinn, vermindert um die oft sehr hohen Abschreibungen.

Öffentlichkeit sogar nicht selten durch die Aufmerksamkeit einer Redaktion oder eine freiwillige gelegentliche Notiz unterrichtet wird, bei dem aber Bekanntmachungen, Prospekte u. dgl. in öffentlichen Blättern und in anderer öffentlicher Weise nicht erfolgen" [1]. Vielmehr ist das Verfahren so, daß die Bank Zirkulare an die Kunden, oft auch an die Nichtkunden versendet und sie darin auffordert, die zu emittierenden Papiere zu einem bestimmten Kurse zu kaufen. Auch der Schalterverkauf gehört hierher. Diese Emissionsart unterscheidet sich von den erst besprochenen öffentlichen Subskriptionen außer durch den Mangel an Öffentlichkeit auch dadurch, daß dort die Emission „stoßweise", im Großen geschieht, d. h. es werden an einem Tage größere Effektenbestände an das Publikum zugeteilt, bezw. durch Börseneinführung abgegeben, während man diese Emissionsmethode im Gegensatz dazu vielleicht als Emission en détail bezeichnen kann, da hier „kontinuierlich" zu verschiedenen Zeiten kleinere Effektenpartien an das Publikum abgegeben werden. Hierzu zu rechnen ist auch der freihändige Einzelverkauf an der Börse, den ich schon bei den öffentlichen Emissionen erwähnen mußte, weil er mit diesen häufig verbunden ist. Wohl bemerkt, es handelt sich um den freihändigen, mehr oder minder unauffälligen Einzelverkauf an der Börse bei günstigen Kursen im Gegensatz zu der öffentlichen Emission durch Börseneinführung, wo an einem Tage größere Effektenbestände nach vorhergehender öffentlicher Bekanntmachung an das Publikum zum Einführungskurse abgegeben werden. Der Emissionsmodus unter der Hand ist namentlich in Frankreich dank dem Filialnetz einiger großer Emissionsbanken (vor allem des Crédit Lyonnais und der Société Générale) stark ausgebreitet. Auch bei uns in Deutschland nahm dieser Emissionsmodus in den letzten Jahren einen größeren Umfang an.

Besonders die letzte Emissionsart ist natürlich für den Emissionsstatistiker höchst unangenehm, da sich dieser Einzelvertrieb meistens seiner Kenntnis entzieht. Wenn ich noch hinzufüge, daß öfters alle drei Emissionsarten oder wenigstens zwei Emissionsarten bei ein und derselben Emission angewendet werden, die sich dadurch oft über einen längeren Zeitraum erstreckt, so wird man leicht einsehen, daß der Emissionsstatistiker von vornherein vor eine höchst schwierige Aufgabe gestellt ist, zumal da die Prospekte ihm dadurch häufig entwertet werden, daß, wie wir gesehen haben, Zeichnungseinladung auf einen bestimmten Betrag, Zeichnung und wirkliche Zuteilung durchaus nicht immer identisch zu sein brauchen.

---

[1] Schmalenbach, a. a. O. S. 98.

II. Die Emissionsstatistiken Deutschlands.

Tatsächlicher Teil.

Es gibt in Deutschland zwei Zeitungen, die sich mit der Aufstellung einer Emissionsstatistik beschäftigen: Der „Deutsche Ökonomist" und die „Frankfurter Zeitung". Das Kaiserlich Statistische Amt will, wie es in der Überschrift heißt, nur die bei den deutschen Börsen zugelassenen Wertpapiere statistisch erfassen. Man wird diese Zusammenstellungen daher richtiger eine Zulassungsstatistik nennen. Sie sei der Vollständigkeit halber hier trotzdem behandelt.

1. Zulassungsstatistik des Kaiserlichen Statistischen Amtes.

Die Wertpapiere werden nach den auf Seite 15 angeführten Gattungen geschieden, und zwar, wie ersichtlich, die deutschen Werte ebenso wie die ausländischen. Eingesetzt in die Statistik werden alle diejenigen Effektenbeträge, die an den deutschen Börsen offiziell zugelassen werden, die inländischen Effekten ebenso wie die ausländischen, und da die Zulassung nach Nominalbeträgen geschieht, so werden sie nur nach Nominalbeträgen angeführt. Diese mechanische Addierung der Zulassungsbeträge wird nur durch eine Ausnahme unterbrochen. Da es oft vorkommt, daß eine Emission, die schon an einer Börse zugelassen ist, also auch schon in der Statistik aufgeführt ist, im selben Jahre, oder in einem der nächstfolgenden Jahre an einer anderen oder sogar an mehreren anderen deutschen Börsen mit demselben Betrage zugelassen wird, so werden in diesem Falle, um doppelte oder dreifache Zählungen ein und derselben Emission zu vermeiden, die in Betracht kommenden Zulassungen nicht mitgerechnet. Außerdem findet sich unter der Statistik eine Rubrik „Umwandlungen".

Dieser Begriff ist im weitesten Sinne aufzufassen. Es werden folgende Effektentransaktionen darunter begriffen: Herabsetzung des Zinsfußes bei Anleihen (Konversionen), Herabsetzung des Aktienkapitals durch Zusammenlegung der Aktien (Sanierung), Umwandlung von gewöhnlichen Aktien durch Abstempelung in Vorzugsaktien, Kapitalserhöhungen zwecks Fusion zweier schon bestehender Aktiengesellschaften. Auch diese letzte Transaktion ist eine Umwandlung im weitesten Sinne, indem sie eine Umwandlung, einen Umtausch von alten Aktien gegen neue darstellt. Das Kaiserliche Statistische Amt wahrt den Charakter ihrer Statistik als Zulassungsstatistik und führt diese Summen bei den einzelnen Posten mit auf. Sie gibt lediglich, wie schon erwähnt, unter ihren Aufstellungen eine Rubrik Umwandlung, ohne sie von der ganzen Summe abzuziehen.

Die Zulassungsstatistik des Kaiserlich Statistischen Amtes.

Die bei den deutschen Börsen zum Börsenhandel zugelassenen Wertpapiere[1].

(Vierteljahrshefte zur Statistik des Deutschen Reichs 1907 bis 1911, I.)

Vgl. auch II. Vierteljahrsheft z. Stat. d. D. R. 1908 und Handbuch für das Deutsche Reich, Teil I, S. 470.

Gattung[2] der Wertpapiere	1906		1907		1908		1909		1910		1911	
	deutsche	ausländische	deutsche	ausländische	deutsche	ausländische	deutsche	ausländische	deutsche	ausländische	deutsche	ausländische
	Nennwerte, Millionen Mark											
Staatsanleihen	653	393	630	6688	1779	448	1301	237	604	1103	518	777
Anleihen von Provinzen, Städten usw.	356	50	501	—	534	—	354[3]	70	364[3]	45	416[3]	48
Pfandbriefe { landschaftliche[4] u. ähnl.	246	22	226	—	191	112	169	126	174	—	169	—
Pfandbriefe { von Hypothekenbanken	550	—	582	22	665	—	795	122	779	4	648	16
Bankaktien	236	83	105	78	59	37	92	15	193	154	198	155
Bankobligationen	12	—	—	24	—	—	39	21	—	—	13	—
Eisenbahnaktien[5]	6	157	14	85	22	119	44	1	7	132	16	—
Eisenbahnobligationen[5]	14	366	17	119	11	—	21	313	22	719	29	169
Industrieaktien[6]	570	30	339	3	265	10	433	58	440	67	408	17
Industrieobligationen[6]	238	9	159	—	350	20	259	11	174	18	319	26
Im ganzen	2881	1110	2573	7019	3876	746	3507	974	2757	2242	2734	1208
Darunter Umwandlungen	116	222	67	6482	351	—	184	—	80	142	77	—

[1] Die große Mehrzahl der ausländischen Wertpapiere wurde gleichzeitig an ausländischen Börsen aufgelegt.

[2] Verschiebungen innerhalb der Gattungen beruhen auf späteren Richtigstellungen.

[3] Davon Anleihen von Provinzen (in Millionen Mark, Nennwert) 138 (1909: 79), Großstädten 153 (1909: 200), anderen Städten 70 (1909: 69), sonstigen Verbänden 3 (1909: 6).

[4] Von unter Staatsaufsicht stehenden Bodenkreditanstalten.

[5] Auch von Klein- und Straßenbahnen.

[6] Einschließlich der Versicherungs- und Verkehrsgesellschaften außer Eisenbahnen. Bei den Industrieaktien sind auch die Bergwerkskuxe (mit dem ersten Kurswert) eingerechnet.

2. Die Emissionsstatistik des „Deutschen Ökonomisten".

Die Effektengattungen des „Deutschen Ökonomisten" sind dieselben wie bei der amtlichen Statistik. Nur werden hier die Versicherungsaktien gesondert ausgewiesen, während die Bankobligationen zusammen mit den Bankaktien angeführt werden. Während jedoch die amtliche Statistik eine Zulassungsstatistik ist, und auch nichts anderes sein will, hat der „Deutsche Ökonomist" seinen Aufstellungen offiziell den Namen Emissionsstatistik gegeben. Der Zweck dieser Statistik ist in erster Linie „die möglichst genaue Beantwortung der Frage, in welchem Umfang der Kapital- und Geldmarkt in einem bestimmten Zeitraum durch die Emission von Börsenpapieren in Anspruch genommen wird." Auch hier werden also nur, wie bei der amtlichen Statistik, die Börsenpapiere, d. h. die offiziell an den deutschen Börsen zugelassenen Werte berücksichtigt. Das Material bilden die Prospekte, auf Grund deren die betreffenden Papiere zum Börsenhandel zugelassen worden sind, und bei Emissionen, die dem Prospektzwang nicht unterliegen, die Zeichnungseinladungen oder die anderen auf die Emissionen Bezug nehmenden Bekanntmachungen. Die Beträge werden neben den Nominalwerten auch nach den Kurswerten berechnet. Unter Kurswert versteht sich im Falle der Subskription verbunden mit der Börsenzulassung der Subskriptionspreis oder, falls die Papiere durch Einführung emittiert werden oder erst lange nach der Subskription zur Börse zugelassen werden, der Einführungskurs.

Neue Aktien eines Unternehmens, dessen alte Aktien bereits im Börsenhandel sind, werden zum Einführungskurse bezw. zum Kurse der alten Aktien auch dann eingestellt, wenn die Aktionäre die jungen Aktien zum Bezugspreise übernommen haben, der in der Regel viel niedriger als der Einführungskurs bezw. der Kurs der alten Aktien ist.

In der Regel wird der Subskriptionspreis bezw. der Einführungskurs dem ganzen zugelassenen Betrag zugrunde gelegt und in die Statistik auch dann eingestellt, wenn nur ein Teil des Zulassungsbetrages in dem Zulassungsjahr eingeführt oder bei der Zeichnung zugeteilt wird. „Es ist dies gar nicht anders möglich", bemerkt der Herausgeber der Zeitschrift, „weil man ja den Preis, zu dem der nicht zur Zeichnung aufgelegte (bezw. nicht zugeteilte) Betrag sukzessive in den Verkehr gebracht wird, nicht ermitteln kann." Diese eventuell zeitliche, quantitative und kursale Verschiedenheit von Zulassung und Emission, die auch dann gegeben ist, wenn die zur Börse zugelassenen Beträge lange Zeit vor der Zulassung

Die Emissionen Deutschlands nach dem „Deutschen Ökonomisten".

Kurswerte (in Millionen Mark).

	1903	1904	1905	1906	1907	1908	1909	1910	1911	1912
Deutsche Papiere.										
Staatsanleihen	317,63	335,64	429,66	638,11	546,22	1258,99	1062,92	624,90	241,89	642,57
Kommunalanleihen[1]	208,56	239,48	257,40	347,00	425,44	511,71	409,86	247,50	308,60	360,36
Pfandbriefe[2]	564,72	506,24	569,49	404,59	326,33	636,34	646,90	650,00	650,00	300,00
Eisenbahn-Oblig.	1,94	8,52	11,81	9,02	0,99	3,20	4,48	1,02	23,51	8,96
Industrie-Oblig.[3]	64,96	110,14	115,24	183,10	172,79	314,70	273,55	135,97	293,80	387,66
Eisenbahnaktien	3,43	3,83	—	2,16	0,62	18,94	28,66	4,70	5,46	—
Bankaktien	67,57	196,51	146,50	282,19	152,49	68,82	80,85	273,48	177,44	139,57
Versicherungsaktien	—	2,80	—	1,86	3,06	11,63	3,00	4,23	11,98	15,18
Industrieaktien[4]	195,32	359,80	552,09	652,80	431,32	599,81	731,31	504,41	536,02	905,83
Deutsche Papiere zus.	1424,13	1762,96	2082,19	2520,83	2059,26	3424,14	3241,53	2446,21	2248,70	2760,13
Ausländische Papiere.										
Staatsanleihen	80,77	99,15	711,13	36,21	78,03	144,23	109,06	156,53	247,23	74,45
Kommunalanleihen	35,32	—	—	18,79	—	24,80	54,72	50,19	19,50	—
Pfandbriefe	8,75	39,51	19,40	6,75	3,80	—	21,81	1,92	7,68	38,50
Eisenbahn-Oblig.	83,44	47,77	202,13	48,18	32,46	4,98	128,59	240,02	92,79	101,61
Industrie-Oblig.	—	—	41,67	4,16	—	31,22	—	18,54	—	2,62
Eisenbahnaktien	16,95	17,20	74,34	34,65	15,03	—	11,12	23,47	—	—
Bankaktien	16,44	18,15	30.62	38,13	23,34	10,84	4,54	39,91	81,16	14.59
Industrieaktien	—	10,33	29,20	33,78	—	11,95	18,92	15,06	11,51	38,56
Ausländ. Papiere zus.	241,67	232,11	1108,49	220,65	152,66	228,02	348,76	545,64	459,87	270,33
Gesamtsumme	1565,80	1995,07	3190,68	2741,48	2211,92	3652,16	3590,29	2991,85	2708,57	3030,46

[1] Darunter befinden sich auch Kreis- und Provinzialanleihen.
[2] Darunter befinden sich auch die landwirtschaftlichen Pfandbriefe.
[3] Bankobligationen sind darunter mit aufgenommen.
[4] Bergwerkskuxe sind nicht aufgenommen.

emittiert werden, wird nur bei den Hypotheken- und Landschaftspfandbriefen in Berücksichtigung gezogen. „Die Zulassung von Hypotheken- und Landschaftspfandbriefen geschieht", wie der ‚Deutsche Ökonomist' schreibt, „immer gewissermaßen auf Vorrat. Die tatsächliche Emission erstreckt sich aber regelmäßig auf einen längeren Zeitraum und erfolgt je nach der Zunahme der Unterlagshypotheken." Um diese Fehlerquelle zu vermeiden, wird nur der Pfandbriefzuwachs in Rechnung gestellt und zwar zuerst auf Grund von Schätzungen, die dann später nach der Hypothekenbankstatistik korrigiert werden, die der „Deutsche Ökonomist" selber führt. Damit finden zugleich auch die Tilgungen der Pfandbriefe Berücksichtigung, die man ja auch als Umtausch der getilgten Pfandbriefe gegen die neuen Pfandbriefe, die in diesem Jahre emittiert werden, wenn auch nicht im einzelnen Falle, so doch vom volkswirtschaftlichen Standpunkte aus, betrachten kann. Die bei Konversionen und bei Sanierungen entstandenen neuen oder abgestempelten Effekten (bei Sanierungen nur die durch die Zusammenlegung der alten Aktien entstehenden neuen Werte) werden nicht in Anrechnung gebracht. Bei Neuausgaben von Effekten, die zur Durchführung von Fusionstransaktionen dienen, wird nur der Kapitalbetrag berücksichtigt, „der über die bestehenden Kapitalien (der beiden Gesellschaften) hinaus emittiert wird," also nur der Betrag, der wirklich eine Neuemission darstellt.

Zuletzt noch einige Worte über die Behandlung der ausländischen Emissionen. Da die Emissionen der ausländischen Papiere in neuester Zeit mit ihren vollen Beträgen zugelassen werden, obwohl immer nur ein Teil, sehr oft nur ein kleiner Teil in Deutschland wirklich untergebracht wird, so geben die offiziellen Zulassungsbeträge, wie sie z. B. in der Zulassungsstatistik des Kaiserlichen Amtes zu finden sind, viel zu hohe Summen an. Um der Wirklichkeit einigermaßen näher zu kommen, ist der „Deutsche Ökonomist" auf Schätzungen angewiesen, insoweit er nicht die wirklichen Beträge vom Emissionshaus selbst in Erfahrung bringen kann. Und dieses wird selten geschehen. Die Zeitschrift äußert sich darüber folgendermaßen: „Das Emissionshaus allein kennt den in Deutschland wirklich abgesetzten Betrag während der hier in Betracht kommenden kurzen Zeit nach der Emission, es verrät aber denselben nur dann vielleicht, wenn es ausverkauft hat, womit die Meldung, daß eine Überzeichnung stattgefunden hat, nicht immer identisch zu sein braucht."

3. Die Emissionsstatistik der „Frankfurter Zeitung“.

In formaler Hinsicht ist hervorzuheben, daß die „Frankfurter Zeitung“ deutsche und ausländische Effekten nur bei den Staatsanleihen und Hypothekenobligationen unterscheidet. In den übrigen Positionen: Stadt- und Kommunalanleihen, sonstige Obligationen, Bankaktien, Eisenbahnobligationen, Industrieaktien werden deutsche und fremde Werte zusammen angeführt.

Die Emissionsstatistik der „Frankfurter Zeitung“.

Emissionen (Kurswert)	1905	1906	1907	1908	1909	1910	1911	1912
	(Millionen Mark)							
Deutsche Staatsanleihe	454,68	668,97	541,06	1079,52	1066,66	621,26	235,89	630,77
Ausländ. „	676,39	163,31	49,83	98,51	178,56	244,25	315,92	30,63
Stadt- u. Prov.-Anl.	418,05	429,79	496,66	606,43	532,82	386,20	426,63	329,93
Deutsche Hypoth.-Obl.[1]	513,02	330,36	287,24	537,49	582,94	523,31	515,57	229,41
Ausländ. „ „	5,83	6,77	—	1,98	45,84	2,00	6,72	46,20
Sonst. Obligationen[2]	331,31	257,29	172,96	402,15	329,19	424,84	391,95	453,55
Bank-Aktien	203,15	289,77	97,31	75,63	145,38	137,63	296,35	179,61
Eisenbahn-Aktien . .	11,06	42,46	4,70	28,34	18,00	2,81	24,53	16,70
Industrie-Aktien[3] . .	492,52	624,28	240,20	326,66	322,42	269,40	329,93	694,83
	3106,49	2813,30	1899,96	3156,71	3222,41	2612,70	2542,71	2620,71
Davon in:								
festverzinsl. Oblig. .	2399,47	1856,79	1547,75	2726,08	2736,01	2201,86	1892,18	1729,58
Aktien	707,02	956,51	352,21	430,63	486,40	409,34	650,71	891,13

Der Zweck der Emissionsstatistik der „Frankfurter Zeitung“ ist die möglichst genaue Wiedergabe der „dem Publikum zum Erwerb angebotenen und von diesem aufgenommenen Effekten“. In der Umfassung der Emissionen geht sie prinzipiell über die Statistik des „Deutschen Ökonomisten“ hinaus. Sie beschränkt sich für ihre Aufstellungen nicht auf die zur Börse offiziell zugelassenen Werte, sondern sie berücksichtigt alle ihr bekannt werdenden Emissionen. Ihr Material bilden nicht die Prospekte, auf Grund deren die betreffenden Papiere zum Börsenhandel zugelassen werden, sondern die Zeichnungseinladungen oder die auf die Emission Bezug nehmenden Bekanntmachungen, und zwar auch dann, wenn die Emission mit keiner Börsenzulassung verbunden ist.

[1] Unter Hypoth.-Obligationen befinden sich auch die landschaftlichen Pfandbriefe, soweit deren Ziffern bis Ende des Jahres erhältlich sind.

[2] Unter diesen vier letzten Rubriken sowie unter Stadt- und Provinzialanleihen befinden sich auch die ausländischen Werte dieser Effektengattungen.

[3] Darunter befinden sich auch die Bergwerkskuxe.

Der den Berechnungen zugrundeliegende Kurs ist entweder der Subskriptionspreis oder, wenn keine Zeichnung stattfindet, der Einführungskurs (erste Notiz).

Das obenerwähnte Prinzip, alle Emissionen zu berücksichtigen, läßt sich jedoch nicht überall durchführen. Das ist besonders dann der Fall, wenn die Emissionen ohne Zeichnung und ohne Börsenzulassung, also im freien Verkehr untergebracht werden, so daß der Zeitpunkt und die Höhe der emittierten Werte öffentlich gar nicht bekannt wird. Darüber heißt es im Abendblatt vom 5. Januar 1910: „Nicht alle Emissionen und ihre Bedingungen gelangen zur allgemeinen Kenntnis. Das hat seinen Grund darin, daß sich im Laufe der neueren Jahre neben dem börsenmäßigen Handel ein sehr breiter Markt des freien Verkehrs in Effekten herausgebildet hat, ein Markt, der, von zahlreichen Bankfirmen, aber auch von Spezialabteilungen großer Banken gepflegt, allmählich sein Netz über ganz Deutschland gesponnen hat. Auf diesen freien Märkten erfolgen heutzutage richtige Emissionen, es werden Plazierungen unter der Hand zum Teil heimischer, zum Teil ausländischer Werte vorgenommen, deren Umfang der im Publikum tatsächlich untergebrachten Beträge sich jeder Kontrolle entziehen." Auch die Emissionen, die lediglich eine Börseneinführung darstellen, werden oft infolge Fehlens jeglicher Grundlage (die Prospekte sind, wie wir gesehen haben, heute nur sehr bedingt maßgebend) nicht berücksichtigt, da die Banken in vielen Fällen die für die Einführung bestimmten Beträge ziffernmäßig nicht benennen. Darüber schreibt die „Frankfurter Zeitung"[1]: „Mehr und mehr sind die Emissionsstellen dazu übergegangen, auf Subskriptionen bei ihren Industrieemissionen zu verzichten, um sich bei neuen Industrieaktien auf die Börseneinführung allein zu beschränken. Die große Fülle von Effekten werden den Emissionshäusern zu einem Kurse, den ihnen die Spekulation noch sehr häufig kräftig hinaufsetzt, vom Publikum abgenommen, ohne daß irgendein Anhaltspunkt dafür besteht, welche Beträge von diesen eingeführten Werten in die Hände des Publikums übergegangen sind. Diese Einführungspraxis bietet den Bankstellen unzweifelhaft große Vorteile, da es ihnen ermöglicht, aus der jeweiligen Börsenkonjunktur Vorteile zu ziehen, sie verhindert aber gleichzeitig eine brauchbare statistische Erfassung." Bei Papieren, die zur Zeichnung aufgelegt werden, wird eine Abschätzung dahin versucht, welcher Be-

[1] vom 7. Juli 1910.

trag der zur Zeichnung aufgelegten Werte nun tatsächlich untergebracht wird. Wertpapiere, die nur zum Zwecke des Umtausches gegen alte Effekten ausgegeben werden, wie es bei Konversionen und Fusionen in der Regel der Fall ist, werden wie beim „Deutschen Ökonomisten" nicht berücksichtigt. Bei Umgründungen, d. h. bei Umwandlungen bestehender Unternehmungen in Aktiengesellschaften, wird der Betrag der Aktien nur dann berücksichtigt, wenn er zur Zeichnug aufgelegt wird. Die ausländischen Aktien beruhen, wie beim „Deutschen Ökonomisten", auf Schätzungen. Die Schätzungen beschränken sich nicht, wie der Bearbeiter der Emissionsstatistik in der „Bankenquete" glaubt [1], auf die Wiedergabe der ausländischen Staatsanleihen und Hypothekenobligationen. Allerdings werden nur diese beiden Kategorien gesondert aufgeführt. Die übrigen ausländischen Wertpapiere befinden sich, wie schon erwähnt, unter den allgemeinen Positionen.

Kritischer Teil.

1. Die Zulassungsstatistik des Kaiserlich Statistischen Amtes.

Eine Kritik dieser Statistik vom Standpunkte einer Emissionsstatistik ist eigentlich gar nicht zulässig, weil die Zusammenstellungen des Kaiserlichen Amtes gar keine Emissionsstatistik, sondern nur eine Zulassungsstatistik sind und auch nichts anderes sein wollen. Wenn ich es jetzt trotzdem unternehme, diese Zulassungsstatistik unter dem Gesichtspunkte einer Emissionsstatistik zu betrachten, so soll es nicht im Sinne einer Kritik, sondern lediglich im Sinne einer tatsächlichen Feststellung geschehen.

Die Zulassungsbeträge des Kaiserlich Statistischen Amtes sind gegenüber den tatsächlichen Emissionsbeträgen teils zu hoch, teils zu niedrig. Sie sind aus folgenden Gründen zu hoch:

1. es finden häufig Emissionen unter pari statt, wie dies in der Regel bei den Staatsanleihen der Fall ist, während die Zulassungsbeträge Nominalbeträge darstellen;
2. werden die zugelassenen Beträge teilweise oft erst nach Jahren emittiert, und zwar teils aus Rücksichten auf die jeweilige Börsenkonjunktur oder infolge zeitlich verschiedener Kapitalansprüche, wie es bei den Kommunalobligationen und den Pfandbriefen der Fall ist, die aus Zweckmäßigkeitsgründen auf „Vorrat" zugelassen werden und oft erst nach vielen Jahren mit ihrem ganzen Betrag emittiert sind;

[1] Bankenquete 1908/09: Zur Frage der Emissionsstatistik, S. 249.

3. finden Zulassungen von Wertpapieren statt, die in der Regel überhaupt nicht emittiert werden, so die von den Finanzierungsgesellschaften kreierten Wertpapiere, die im Portefeuille der Gesellschaft bleiben, auf deren Grundlage die Finanzierungsgesellschaften ihre eigenen Effekten ausgeben. Allerdings sind die Zulassungen dieser Wertpapiere zur Börse nicht sehr häufig;
4. finden Zulassungen von Wertpapieren statt, die überhaupt keine neuen Emissionen bedeuten, sondern lediglich Umwandlungen oder ein Umtausch, wie Herabsetzung des Zinsfußes bei Anleihen, Herabsetzung des Aktienkapitals durch Zusammenlegung der Aktien, Umwandlung von gewöhnlichen Aktien durch Abstempelung in Vorzugsaktien, Kapitalserhöhungen zwecks Fusion schon bestehender Aktiengesellschaften. Alle diese Transaktionen werden, wie schon erwähnt, bei den einzelnen Posten der Statistik mit aufgeführt, dagegen als Subtraktivposten unter den Zusammenstellungen ausgeworfen;
5. finden Zulassungen von Wertpapieren statt, die schon im vorigen Jahre oder noch früher emittiert worden sind. Eberstadt sagt mit Recht: „An der Börse werden häufig Wertpapiere eingeführt, deren Schaffung eine Reihe von Jahren, manchmal ein volles Jahrzehnt zurückliegt. Solche Papiere sind vor dieser börsenmäßigen Einführung entweder im freien Markt (unter der Hand) verkauft worden oder auch im Besitz der ersten Gründer verblieben. Der Grund, daß nunmehr zur Einführung an der Börse geschritten wird, liegt zumeist wohl darin, daß das Papier inzwischen bessere Dividende abgeworfen hat, oder auch darin, daß die Meinung für Papiere einer gewissen Kategorie gerade eine günstige ist“ [1];
6. werden die ausländischen Wertpapiere zwar mit dem ganzen Betrage zugelassen, aber meistens nur in Teilbeträgen, oft nur in kleinen Portionen im Inland emittiert.

In allen diesen Fällen sind die Zulassungsbeträge höher, als die Emissionsbeträge des Jahres ausmachen. Auf der anderen Seite geben die Zulassungsbeträge die Emissionsbeträge aus folgenden Gründen als zu klein an:

1. finden sehr häufig Emissionen über pari statt, und zwar be-

---

[1] Eberstadt, a. a. O. S. 18.

sonders bei Industrie- und Bankaktien[1], während die Zulassungsbeträge, wie schon erwähnt, nur auf Nominalbeträge lauten;

2. finden Emissionen von Werten statt, die schon in früheren Jahren zugelassen waren, also in dem Jahre der Emission in der Statistik nicht erscheinen. Es handelt sich hier um die schon unter Punkt 2 der ersten Reihe erwähnten Zulassungen;
3. finden Emissionen statt, die, wie ich unter Punkt 5 gezeigt habe, erst in späteren Jahren zur Börse zugelassen werden. Diese Beträge fehlen also auch im Emissionsjahre;
4. finden Emissionen statt, die überhaupt niemals zur Börse zugelassen werden, die auf dem freien Markt gehandelt werden. Daß diese Werte ziemlich zahlreich sind, geht äußerlich daraus hervor, daß einige Banken regelmäßige Kurszettel für nicht an die Börse eingeführte Effekten veröffentlichen. In Berlin ist dafür auch eine Aktiengesellschaft, Bank für Werte ohne Börsennotiz, gegründet worden.

Inwieweit diese beiden Reihen sich gegenseitig ausgleichen, hängt von den einzelnen Emissionen des Jahres ab.

Jedenfalls ist hervorzuheben, daß die ausländischen Papiere aus dem angegebenen Grunde stets viel zu hoch angegeben werden. Daß aber auch in diesen Fällen die Kenntnis von der Höhe der ganzen Anleihe von Bedeutung ist, darauf hat unter anderen Präsident Havenstein mit folgenden Worten in der „Bankenquete" hingewiesen: „Daß aber auch ein Interesse besteht, die Zulassung ausländischer Anleihen bei uns einmal zusammenzustellen und der Öffentlichkeit zu zeigen, darauf ist ja doch in den vorangegangenen Verhandlungen von verschiedenen Seiten hingewiesen worden. Denn diese Zulassung gibt dem Ausland die Möglichkeit, mit den zugelassenen Papieren jeden Augenblick auf den deutschen Markt zu kommen"[2].

[1] Nach dem „Deutschen Ökonomisten" hat das Emissionsagio von deutschen Bank- und Industrieaktien im Durchschnitt betragen (Prozent):

	1904	1905	1906	1907	1908	1909	1910	1911
Bankaktien:	51,07	25,30	53,20	40,04	36,20	51,56	43,80	28,60
Industrieaktien:	53,60	78,50	67,20	51,08	128,60	78,35	77,58	69,91

[2] Ähnlich sprach sich auch Freiherr von Gamp-Massaunen aus: „Wenn von einer fremden Anleihe bei der Emittierung 100 Millionen nach Deutschland gekommen sind (während im ganzen, sagen wir 600 Millionen zur Börse zugelassen worden sind), so ist doch die Möglichkeit gegeben, daß im nächsten Jahre wieder 100 Millionen und im folgenden Jahre wieder 100 Millionen nach Deutschland kommen." Bankenquete.

2. Die Emissionsstatistik des „Deutschen Ökonomisten".

Hinsichtlich des Umfanges bedeutet diese Statistik keinen Fortschritt gegenüber den Aufstellungen des Kaiserlich Statistischen Amtes. Auch der „Deutsche Ökonomist" beschränkt sich, wie ich im tatsächlichen Teil ausgeführt habe, darauf, nur diejenigen Effekten zu berücksichtigen, welche offiziell zur Börse zugelassen werden. Damit werden alle diejenigen Werte nicht berücksichtigt, die auf dem freien Markt gehandelt werden, die also niemals offiziell zur Börse zugelassen werden, Effekten, die heute eine nicht unbedeutende Summe ausmachen. Dagegen werden hier neben den Nominalwerten auch die Kurswerte d. h. die Zeichnungs- oder Einführungskurse berücksichtigt, so daß die Fehlerquelle, die sich, wie wir gesehen haben, bei der amtlichen Statistik aus der Differenz dieser beiden ergibt, hier vermieden wird. Diese Differenz ist häufig ziemlich groß, wie folgende Zahlen zeigen:

1910 in Mill. Mk.	Kaiserl. Stat. Amt Nominal	„Deutscher Ökonomist" Nominal	„Deutscher Ökonomist" Kurswert
Inländische Bankaktien . .	193	190,15	273,48
Inländische Industrie- und Versicherungsaktien . .	330[1]	288[2]	504,41

Auf der anderen Seite sind jedoch alle die Fehlerquellen geblieben, die sich aus der zeitlichen Differenz von Zulassung und Emission ergeben, da auch der „Deutsche Ökonomist" im allgemeinen die Zulassungsprospekte und nicht die Zeichnungseinladungen seinen Berechnungen zu Grunde legt. Dadurch kommt es, daß die lange Zeit vor der Zulassung emittierten Werte im Emissionsjahre fehlen, während sie im Zulassungsjahre erscheinen, wo sie gar keine Neuemission darstellen.

Ferner werden die mit einer Börsenzulassung verbundenen Emissionen mit dem ganzen Zulassungsbetrag in die Statistik eingestellt, auch wenn sie im Zulassungsjahre nur teilweise emittiert werden; dagegen fehlen natürlich die Beträge in dem Jahre, in welchem die schon zugelassenen Restbeträge emittiert werden. Hand in Hand mit dieser temporären Verschiedenheit von Zulassung und Emission geht auch eine Differenz in den Emissionskursen, die je nach den Börsenkonjunkturen größer oder kleiner ist, da die

[1] Die Umwandlungen habe ich abgezogen.

[2] Die Differenz in den Nominalwerten der beiden Statistiken ist darauf zurückzuführen, daß das Kaiserl. Statistische Amt im Gegensatz zum „Deutschen Ökonomisten" die Kuxe mitrechnet.

Zulassungsbeträge mit dem ersten Einführungskurse eingesetzt werden, während die Restbeträge sehr oft zu höheren Kursen emittiert werden. Auf der anderen Seite werden Beträge zu viel höheren Kursen eingesetzt, als sie emittiert worden sind. Es handelt sich hier einerseits um die Effekten, die lange Zeit vor der Zulassung emittiert werden, anderseits um die neuen Aktien von bestehenden Aktiengesellschaften, die den Aktionären zu dem sogenannten Bezugspreise angeboten werden. Die Einführungskurse, die in diesen Fällen den Berechnungen zu Grunde gelegt werden, sind meistens viel höher als die Emissionskurse.

Eine Ausnahme in der Einstellung der Werte nach der Zulassung macht der „Deutsche Ökonomist“ nur bei den Pfandbriefen, die er nur mit dem tatsächlichen Zuwachs einstellt. Damit werden auch die durch Auslosung oder Rückkauf getilgten Pfandbriefe berücksichtigt, und zwar mit Recht, da die wirklichen Kapitalansprüche der Hypothekenbanken an den Markt sich um die Summe der getilgten Pfandbriefe vermindern. Die in Frage kommenden Beträge lauten beim „Deutschen Ökonomisten“ und bei der amtlichen Statistik folgendermaßen:

	1910 in Millionen Mark		
	Amtliche Statistik		„Deutscher Ökonomist“
Pfandbriefe, landschaftliche	174	953	650
Hypothekenpfandbriefe . .	779		

Die Differenz beträgt also 303 Millionen Mark, ein Betrag, der erstens die Pfandbriefe enthält, die in diesem Jahre zugelassen worden sind, ohne wirklich emittiert worden zu sein, und zweitens die Pfandbriefe, die in diesem Jahre durch Verlosung oder Rückkauf getilgt worden sind. Die auf diesen beiden Ursachen beruhende Differenz ist in Wirklichkeit noch größer, da ein Teil dieser differierenden Beträge durch die Einstellung der in diesem Jahre emittierten aber schon früher zugelassenen Pfandbriefe in die Statistik des „Deutschen Ökonomisten“ kompensiert wird. Eine ähnliche Differenz würde sich bei den Kommunalpapieren ergeben, wenn man die tatsächliche Emission und nicht die Zulassung berücksichtigen würde. Darüber bemerkt Eberstadt folgendes: „Die Städte pflegen ein Programm größerer Unternehmungen aufzustellen, und für die Gesamtsumme, die sie im Wege einer Anleihe beschaffen wollen, das staatliche Privileg auszuwirken. Die Begebung der Anleihe erfolgt indes nur nach Maßgabe des Fortschreitens der projektierten Arbeiten;

sie kann sich unter Umständen über ein Jahrzehnt erstrecken[1]". Nach den Berechnungen Eberstadts für das Jahr 1899 betragen:

die zugelassenen Kommunalpapiere	208 827 000 Mk.
die wirklich emittierten Papiere nur	159 464 500 "
Differenz	49 362 500 Mk.

Um diesen Betrag, der den vierten Teil der Zulassungen ausmachte, geben also die Zulassungsbeträge des Jahres 1899 die wirklichen Emissionsbeträge zu hoch an. Die Zulassungsbeträge des „Deutschen Ökonomisten" und des Kaiserlich statistischen Amtes sind merkwürdiger Weise bei der Position Anleihen von Provinzen und und Städten nicht dieselben, obwohl beide nur die Zulassung berücksichtigen, und der „Deutsche Ökonomist" unter die Position Kommunalpapiere auch die Kreis- und Provinzanleihen mitrechnet, wie das statistische Amt. Das rührt daher, daß dem „Deutschen Ökonomisten" manche Zulassungen nicht bekannt werden, weil die Kommunen in der Regel von der Veröffentlichung eines Prospektes dispensiert sind[2]. Man wird also die Relation 1:4 zur Berechnung der wirklich emittierten Kommunalpapiere nur auf die Zulassungsbeträge des statistischen Amtes anwenden dürfen. Danach betragen im Jahre 1910

die zugelassenen inländischen Kommunalpapiere usw.	364 Mill. Mk.
abzüglich ein Viertel des Betrages	91 " "
die wirklich emittierten Kommunalpapiere usw.. . .	273 Mill. Mk.

Der „Deutsche Ökonomist" weist die Kommunalpapiere für 1910 mit 245,33 Millionen aus. Man sieht, durch zwei sich ausgleichende Fehlerquellen ist hier fast der richtige Betrag gewonnen worden. Die Erfassung der Kapitalansprüche der Kommunen auf dem richtigen Wege ist aber unmöglich, „da sich der Fortschritt der definitiven Begebung der öffentlichen Feststellung entzieht."

Mit Recht werden alle die Effekten, die bei Konversionen oder Fusionen entweder abgestempelt oder neu ausgegeben werden, in der Statistik des „Deutschen Ökonomisten" nicht mit gerechnet, obwohl sie alle zur Börse neu zugelassen werden müssen. Es handelt sich in allen diesen Fällen in der Regel nicht um eine Neuemission, sondern bloß um eine Neuausgabe von Effekten, die gegen die alten

[1] Eberstadt, a. a. O. S. 170.

[2] Diese Dispensierung von der Veröffentlichung eines Prospektes ist das oben erwähnte Privileg. Nach § 40 des B.G. kann die Landesregierung neben anderen auch für Schuldverschreibungen einer kommunalen Körperschaft anordnen, daß es der Einreichung eines Prospektes nicht bedarf. Mit dieser Anordnung gilt die Zulassung zum Börsenhandel als erfolgt.

Werte ausgetauscht werden. Das ist der Grund, weshalb die Beträge des Kaiserlichen Statistischen Amtes sehr oft höher sind, als die Beträge des „Deutschen Ökonomisten".

Bei weitem die größte Differenz zwischen diesen beiden Statistiken findet sich bei den ausländischen Werten. Man vergleiche folgende Zahlen:

	1910 in Millionen Mark	
	Statist. Amt (Nominal)	„Deutscher Ökonomist" (Nominal)
Staatsanleihen	1103	169,73
Anleihen von Provinz und Städten	45	52,47
Pfandbriefe	4	2,00
Eisenbahnobligationen	719	254,30
Industrieobligationen	18	18,36
Eisenbahnaktien	132	14,52
Bankaktien	154	22,78
Industrieaktien	67	10,03
	2242	
Darunter Umwandlungen	142	
Total	2100	544,19

Diese ungeheure Differenz von 1555,8 Millionen ist daraus zu erklären, daß die amtliche Statistik, wie ich schon ausgeführt habe, die Zulassungsbeträge einstellt, während der „Deutsche Ökonomist" zu schätzen versucht, welche Beträge der zugelassenen ausländischen Wertpapiere wirklich in Deutschland untergebracht worden sind. Diese Schätzung ist in den letzten Jahren notwendig geworden. „Denn war es z. B. früher üblich, für jedes Land einen besonderen, nur in diesem lieferbaren Anleihebetrag anzubieten, so drängen die Zulassungsstellen jetzt mehr und mehr dahin, die gesamte in Betracht kommende Anleihe im In- und Auslande lieferbar zu machen. Dieses Bestreben einer Vermeidung der Isolierung des deutschen Marktes ist im Interesse einer Verkäuflichkeit der in deutschen Händen befindlichen Effektenbestände gerade in kritischen Zeiten unbedingt zu unterstützen. Diese Entwicklung aber bringt es mit sich, daß es immer schwerer wird, zu übersehen, welche Beträge einer großen internationalen Anleihe in Deutschland, Frankreich, England usw. nun tatsächlich untergebracht sind." [1]

Aber auch angenommen, die Schätzungen des „Deutschen Ökonomisten" seien annähernd richtig, so stellen die Beträge doch nur eine Momentphotographie der bei der Emission nach Deutschland kommenden

[1] „Frankf. Ztg.", Abendblatt vom 7. Juli 1910.

ausländischen Werte dar; sie geben uns nur die in Deutschland zur Emission gelangten ausländischen Werte, nicht den wirklichen Zuwachs an ausländischen Werten in deutschen Händen an. Denn abgesehen davon, daß auch Ausländer vermittelst inländischer Banken die im Inland aufgelegten ausländischen Papiere zeichnen können (ein Fall, der natürlich ebensogut bei den im Inland emittierten inländischen Werten vorkommen kann und vorkommt, ohne daß die Emissionsstatistik darüber Auskunft gibt), ist das interstaatliche Fluktuieren dieser Papiere aus einer Emissionsstatistik, die nur den Moment der Emission berücksichtigt, nicht zu ersehen. Häufig verschwinden die ausländischen Papiere ganz aus dem inländischen Markte, und zwar besonders dann, wenn der Schuldnerstaat so reich geworden ist, daß er seine Papiere im eigenen Lande unterbringen kann. Ein bekanntes Beispiel dafür sind die italienischen Renten, die infolge des wirtschaftlichen Aufschwunges Italiens in den letzten Jahren allmählich in ihre Heimat zurückgewandert sind [1].

Auf der andern Seite fehlen natürlich alle diejenigen Beträge in der Statistik des „Deutschen Ökonomisten", die von Deutschen an ausländischen Börsen gekauft werden, die bekanntlich sehr beträchtliche Summen ausmachen, und diejenigen Papiere, die nach der Emission auf den deutschen Markt hereinströmen.

Zusammenfassend ist über die Statistik des „Deutschen Ökonomisten" folgendes zu sagen: Eine vollständige und exakte Wiedergabe der Emissionen für jedes Jahr ist auf dem vom deutschen Ökonomisten eingeschlagenen Wege unmöglich: die Materie selbst widerstrebt zum Teil einer korrekten Erfassung (Unmöglichkeit der Wiedergabe der Emissionen unter der Hand). Wir bekommen nur eine Zusammenstellung von den in den Zulassungsprospekten angekündigten Emissions- und Einführungsbeträgen von Börsenpapieren, die durchaus nicht immer identisch sind mit den in

---

[1] In einem Aufsatz „Die italienische Wirtschaft im Kriegsjahre" in der „Frankf. Ztg.", Abendblatt vom 16. April 1912 heißt es: „Seit 20 Jahren sind ungefähr 40% der italienischen Staatsanleihen zurückgeflossen, 1892 war noch ungefähr die Hälfte der italienischen Staatsanleihen im Ausland untergebracht, heute nur noch ungefähr 10%. Dazu kommen noch große Beträge an Eisenbahn-, Bank- und Industrieaktien, sowie an Obligationen aller Art. Nicht mit Unrecht sind die Italiener stolz darauf, daß nunmehr ihre Rente von den ausländischen Märkten fast unabhängig geworden ist, und daß viele Unternehmungen, die mit ausländischem Kapital gegründet worden sind, sich nunmehr vom ausländischen Gelde und Interesse emanzipiert haben."

diesen Jahren wirklich emittierten Effekten. Nur die Pfandbriefe werden richtig wiedergegeben. Ob die Schätzungen der ausländischen Emissionen richtig sind, darüber läßt sich schwer ein Urteil fällen. Als Vergleichswerte für die einzelnen Jahre können, wie alle derartige Zusammenstellungen, auch die Ziffern des „Deutschen Ökonomisten" angesehen werden, da die Fehlerquellen für jedes Jahr ziemlich konstant bleiben.

3. Die Emissionsstatistik der „Frankfurter Zeitung".

Im Gegensatz zu den beiden in den vorhergehenden Kapiteln beurteilten Statistiken berücksichtigt die „Frankfurter Zeitung" nicht nur die zur Börse offiziell zugelassenen Werte, sondern alle Emissionen. Damit ist im Prinzip die Fehlerquelle vermieden, die darin besteht, daß mit der Berücksichtigung nur der Börsenzulassungen nicht alle Emissionen statistisch erfaßt werden können, da besonders heute viele Werte sich gar nicht um die Börsenzulassung bewerben. Allerdings wird man sich hier vergegenwärtigen müssen, daß auch die Frankfurter Zeitung nicht alle außerhalb der Börse emittierten Werte bringen kann. Auch hier ist es wieder die Materie selbst, die einer exakten Erfassung widerstrebt, da viele außerhalb der Börse vorgenommenen Emissionen ohne Zeichnungsauflegung begeben werden, so daß in vielen Fällen diese Emissionen gar nicht bekannt werden. Immerhin zeigen sich infolge dieser Verbreiterung der statistischen Erfassung relativ erhebliche Differenzen zwischen dem „Deutschen Ökonomisten" und der „Frankfurter Zeitung". Man vergleiche folgende Zahlen:

1911 in Millionen Mark

	Ausländ. Staatsanleihen (Kurswerte)	Inländ. u. ausländ. Kommunal- u. Provinzanleihen (Kurswerte)
„Frankfurter Zeitung"	315,92	426,63
„Deutscher Ökonomist"	247,23	328,10

Auch in der Erfassung der mit einer Börsenzulassung verbundenen Emissionen benutzt die „Frankfurter Zeitung" eine andere Methode als der „Deutsche Ökonomist". Sie berücksichtigt, wie ich im tatsächlichen Teile dargelegt habe, nicht die Zulassungsbeträge, sondern die bei der Zeichnung zugeteilten oder bei den Einführungen abgesetzten Summen, soweit sich dies feststellen läßt. Damit werden alle zeitlichen und kursalen Fehlerquellen vermieden, die sich aus der Differenz zwischen Zulassung und eigentlicher Emission ergeben (Pfandbriefe, Kommunalpapiere usw.). Aber auch diese Methode hat einen Haken, der nicht im Prinzip der statistischen Erfassung,

sondern wiederum in der Materie selbst liegt. Denn erstens ist die „Frankfurter Zeitung" gezwungen, auf die schlüpfrige und unsichere Bahn der Schätzungen sich zu begeben, da die in den Zeichnungseinladungen erwähnten Beträge oft nur teilweise zugeteilt werden. Zweitens ist sie meistens gar nicht in der Lage, die Restbeträge zu erfassen, da diese meistens freihändig in den Verkehr gebracht werden, so daß hierdurch bisweilen Lücken entstehen. Drittens und letztens ist sie bei der Emissionspraxis der Einführung häufig gezwungen, von einer Einstellung der Emission in ihre Statistik überhaupt abzusehen, da oft die Banken die zur Einführung bestimmten Beträge gar nicht einmal öffentlich bekannt geben. Ich habe im tatsächlichen Teile schon eine Stelle aus der „Frankfurter Zeitung" zitiert, die diesen Übelstand hervorhebt. An einer anderen Stelle heißt es ähnlich: „Besondere Fehlerquellen pflegt in die Statistik der Umstand hineinzutragen, daß die Menge der Werte sich nur schwer feststellen läßt, die bei einfachen Börseneinführungen, mit welchen eine Subskription nicht verbunden ist, in das Publikum dringen. In der Emissionsstatistik der ‚Frankfurter Zeitung', die sich nur an greifbare Zifferunterlagen hält, sind diese Werte bisher nicht berücksichtigt worden. — Eine einigermaßen richtige Erfassung der bei den Börseneinführungen in das Publikum dringenden Werte wird sich leichter ermöglichen lassen, wenn sich die Emissionsstellen einmal entschließen würden, die für die Einführung bestimmten Beträge ziffermäßig zu benennen."

Alle die erwähnten Unsicherheiten, ja die Unmöglichkeit der Erfassung der Beträge, Fehlerquellen, die der „Deutsche Ökonomist" durch Benutzung der sicheren, temporär aber unmaßgebenden Zulassungsprospekte umgeht, sind der Grund, warum trotz der Ausdehnung des zu bearbeitenden Materials die „Frankfurter Zeitung" häufig niedrigere Beträge angibt, als der „Deutsche Ökonomist". Besonders groß ist die Differenz bei den Industrieaktien, wo die bloßen Einführungen heute eine dominierende Rolle spielen. Noch größer muß die hierdurch entstehende Differenz erscheinen, wenn man berücksichtigt, daß die „Frankfurter Zeitung" im Gegensatz zum „Deutschen Ökonomisten" die Kurse mitberechnet.

in Millionen Mark (Kurswerte)

Industrieaktien (deutsche u. ausländische zusammen)

	1910	Differenz	1911	Differenz
„Deutscher Ökonomist"	519,47	250,07	547,53	217,50
„Frankfurter Zeitung"	269,40		329,93	

Über die ausländischen Werte ist hier dasselbe zu sagen, wie bei dem „Deutschen Ökonomisten“. Ich kann daher auf die diesbezüglichen Ausführungen verweisen.

Zusammenfassend ist über die Statistik der „Frankfurter Zeitung“ zu sagen, daß sie im Prinzip die Beträge richtiger zu erfassen sucht, als der „Deutsche Ökonomist“, daß aber auch hier, und es klingt fast tragisch, gerade bei der richtigen Methode die Materie selbst eine sichere Erfassung der Beiträge nicht zuläßt, ja häufig infolge der heute eingebürgerten Emissionspraxis der Einführung große Lücken entstehen, sodaß die Beträge trotz der prinzipiellen Erweiterung stets um mehrere 100 Millionen hinter den Beträgen des „Deutschen Ökonomisten“ und erst recht hinter den wirklichen Emissionsbeträgen zurückbleiben. Die Emissionsbeträge der beiden Statistiken lauten für 1909—1911 folgendermaßen:

	in Millionen Mark (Kurswerte)		
	1909	1910	1911
„Deutscher Ökonomist“	3 590,29	3 022,31	2 708,57
„Frankfurter Zeitung“	3 222,47	2 612,70	2 539,56

III. Einige ausländische Emissionsstatistiken.

Tatsächlicher Teil.

1. Die Emissionsstatistik von „The Economist“ (London).

Der Londoner „Economist“ nennt seine Zusammenstellungen „new capital applications“. Es werden die in der Tabelle (S. 32) angeführten Rubriken unterschieden und zwar, abgesehen von den Staats- und Kommunalpapieren, nach den einzelnen Gewerbezweigen. Die Obligationen und die Aktien werden nicht getrennt. Die ausländischen Effekten werden nur bei Staatsbahnen gesondert angeführt. Alle übrigen Exoten befinden sich unter den allgemeinen Positionen. Daneben werden in einer zweiten Zusammenstellung die Effekten nach den einzelnen Ländern getrennt aufgeführt, also z. B. England, Deutschland, Argentinien, Rußland, soweit sie den englischen Markt in Anspruch nehmen, eine Zusammenstellung, die sehr interessant ist (S. 30).

Das statistische Verfahren ist folgendermaßen: Es werden diejenigen neuen Effekten wiedergegeben, die dem Publikum zum Kaufe angeboten werden, und zwar ohne Rücksicht darauf, ob die Papiere wirklich ans Publikum abgesetzt d. h. emittiert werden.

Londoner „Economist“: Neue Kapitalanlagen
in Tausend Mark

	1909	1910	1911
Britische Staaten	78 336	501 738	—
Koloniale Staaten	594 713	726 884	220 116
Ausländische Staaten	450 270	375 992	494 598
Britische Stadt- u. Grafschaftsanleihen	99 953	33 209	51 856
Koloniale Körperschaften	134 452	87 893	90 004
Ausländische Körperschaften	216 743	145 235	52 713
Britische Eisenbahnen	8 160	75 786	65 280
Indische und koloniale Eisenbahnen	229 387	205 958	416 323
Fremde Eisenbahnen	627 640	1 069 483	929 811
Minengesellschaften:			
Australien	3 264	11 472	10 426
Südafrika	88 546	52 952	81 279
Sonstige Länder	73 880	86 383	81 865
Finanzierungsgesellschaften	62 107	374 199	201 715
Brauereien und Brennereien	—	13 770	4 080
Großhandel	—	5 100	10 506
Manufaktur-Industrie	88 452	103 760	196 370
Kleinhandel u. Warenhaus	32 195	6 536	14 382
Gut und Land	73 223	138 227	189 240
Gummi	120 853	390 533	75 194
Eisen, Kohle, Stahl usw.	52 226	110 349	75 732
Elektr. Licht, Kraft, Telegraph usw.	146 767	125 664	126 251
Petroleum	52 226	110 349	72 434
Trambahn und Omnibus	201 317	95 900	132 665
Motor	30 830	7 517	5 399
Gas u. Wasser	19 926	2 686	30 965
Hotels, Theater usw.	16 840	30 675	5 828
Patente	20 912	26 789	6 124
Docks und Schiffahrt	34 873	93 840	5 920
Bank und Versicherung	39 537	220 095	82 887
Vermischtes	122 438	226 768	181 898
Total	3 720 078	5 455 757	3 911 871

Es werden in der Hauptsache also die zur Zeichnung aufgelegten Beträge berücksichtigt.

Der „Economist“ beschränkt sich auf diejenigen Emissionen, die in dem „London Stock-Exchange official weekly intellegence“ angekündigt werden, also auf die Emissionen auf dem Londoner Markt. Die Beträge werden nach dem Emissionskurse, d. h. in den meisten Fällen nach dem Subskriptionspreise berechnet, der sich aus den Zeichnungsprospekten ersehen läßt. Wertpapiere, die nicht zur öffentlichen Zeichnung aufgelegt werden, werden nur dann berücksichtigt, wenn die Beträge an die Londoner Börse eingeführt werden.

Bedarf der einzelnen Länder

in Tausend Mark	1909	1910	1911	1912
Großbritannien u. Irland . .	381 100	1 230 048	533 366	924 834
Britische Besitzungen:				
Australien	232 158	273 058	67 991	274 624
Canada	547 009	752 303	840 779	958 453
Indien u. Ceylon	312 856	367 028	105 490	75 643
Süd-Afrika.	230 346	68 933	89 496	78 784
Andere brit. Besitzungen .	202 696	423 189	222 135	94 370
Zus. brit. Besitzungen	1 525 067	1 884 513	1 325 893	1 481 874
Fremde Länder:				
Dänemark	9 945	22 210	—	49 470
Finnland	47 499	2 917	19 788	—
Norwegen.	7 774	1 020	61 373	12 892
Rußland	194 239	79 943	106 245	213 996
Schweden	17 972	—	4 080	—
Argentinien.	442 457	466 446	340 208	410 240
Brasilien	188 059	241 003	391 896	292 801
Zentral-Amerika	32 470	714	5 936	20 726
Chile.	83 596	95 553	169 122	45 940
Mexiko	185 835	103 776	54 057	83 334
Vereinigte Staaten . . .	324 470	807 638	434 811	482 133
Andere südamerik. Länder	53 362	64 086	49 237	2 040
China	15 096	32 846	151 663	121 380
Japan	96 367	—	—	65 892
Österreich-Ungarn		83 599	33 733	0 816
Bulgarien		73 513	4 404	—
Griechenland		32 910	14 014	0 714
Frankreich		18 360	5 000	14 116
Türkei		29 192	6 120	—
Deutschland u. Kolonien.	} 114 768	**16 197**	**4 553**	**3 570**
Holländisch-Ostindien . . .		98 591	11 005	3 121
Kuba		39 090	132 626	17 095
Philippinen		8 239	—	—
Persien		—	30 726	—
Andere fremde Länder . .		33 347	22 028	54 182
Zus. fremde Länder	1 813 910	2 341 195	2 052 621	1 894 458
Total	3 720 078	5 455 757	3 911 871	4 301 166

In diesen Fällen wird der Einführungskurs den Berechnungen zu Grunde gelegt, Diejenigen Aktien, die als Gegenwert für Sacheinlagen (apports) ausgegeben werden, die sog. vendors shares, werden in der Statistik nicht aufgeführt, auch wenn sie später auf irgend eine Weise verkauft werden. Effekten, die zum Austausch gegen alte Wertpapiere ausgegeben werden,

Kapitalansprüche an den englischen Geldmarkt
in den Jahren 1902—1912
in Tausend Mark

1902	3 137 764
1903	2 292 645
1904	2 509 587
1905	3 410 614
1906	2 451 529
1907	2 522 052
1908	3 920 094
1909	3 720 078
1910	5 455 757
1911	3 911 871
1912	4 301 166

werden in der Statistik nicht mitgezählt, also alle Konversionen und Fusionen. Werden die Aktien nur teilweise eingezahlt (die sog. first payments)[1], wie es in England üblich ist, so werden nur die eingezahlten Beträge in Anrechnung gebracht. „Our statistics take account only of such portion of new issues as is paid up“[2]. Die ausländischen Emissionen werden nur mit dem für London bestimmten Teilbetrag berücksichtigt. Ist kein bestimmter Teil für England festgesetzt, so wird die ganze Emission berücksichtigt. „Where issues are made partly in London and partly on the Continent, the amount included in our figures relates to that portion wich is issued in London, when the amount to be issued in London is stated. Where it is not stated what amount will be issued in London, our figures include the whole of the issue subscribed in London or abroad.“

2. Die Emissionsstatistik des „Economiste Européen.“

Der „Economiste Européen“ unterscheidet drei Rubriken: Staats- und Kommunalpapiere, Obligationen und Aktien und zwar französische und ausländische Werte getrennt. Berücksichtigt werden in erster Linie diejenigen Werte, die an der Pariser Börse eingeführt werden, von den übrigen nur diejenigen, die öffentlich bekannt werden.

---

[1] Die ausstehenden Aktienbeträge werden further liabilities genannt.

[2] Ich habe diese in einem Briefe des Herausgebers an mich gerichteten Worte deshalb zitiert, weil Schmoller in der Börsenenquete meint, „daß der englische ‚Economist‘ bei seinen Zusammenstellungen stets die vollen Nominalsummen einstellt, ob nun im betreffenden Jahre 5 % auf das Kapital eingezahlt sind oder der ganze Betrag.“ (B. E. Einleitung XV.)

Emissionsstatistik des „Economiste Européen“, Paris.

Emissionen und Einführungen während der Jahre 1911 und 1910
(in Francs).

Jahr 1911	Französische Werte	Fremde Werte	Total
Papiere öffentl. Körperschaften	7 111 990	988 804 300	995 916 290
Diverse Obligationen	289 475 384	1 756 067 870	2 045 543 254
Aktien oder Gründeranteile . .	518 124 210	1 136 845 804	1 654 970 014
Total	814 711 584	3 881 717 974	4 696 429 558
Differenz gegen das Jahr 1910	— 70 399 053	— 844 591 451	— 914 980 504
Jahr 1910			
Papiere öffentl. Körperschaften	105 707 707	1 628 319 775	1 734 027 482
Diverse Obligationen	292 380 710	1 310 655 390	1 603 036 100
Aktien oder Gründeranteile . .	487 012 220	1 787 334 260	2 274 346 480
Total	885 100 637	4 726 309 425	5 611 410 062

Emissionen, Einführungen und Konversionen
(in Millionen Francs).

Jahr	Emissionen und Einführungen					Konversionen		
	Öffentl. Körper		Indust.-Gesellsch.					
	Französische Werte	Fremde Werte	Französische Werte	Fremde Werte	Total	Französische Werte	Fremde Werte	Total
1901	272	1 565	370	486	2 693	—	—	—
1902	157	778	331	650	1 716	6 843	2 053	8 896
1903	92	1 625	686	731	3 134	127	6 927	7 054
1904	67	1 696	374	1 189	3 326	45	88	133
1905	229	1 076	657	1 924	3 886	—	425	425
1906	21	2 375	849	1 831	5 076	400	8 254	8 654
1907	59	981	909	898	2 847	–	53	53
1908	97	1 040	634	1 709	3 480	—	—	—
1909	155	809	1 630	1 700	4 294	5	800	805
1910	106	1 628	779	3 098	5 611	—	271	271
1911	7	989	807	2 893	4 696	—	—	—

Die Grundlage für die Zusammenstellungen bilden die Prospekte oder die anderen auf die Emissionen Bezug nehmenden Bekanntmachungen. Die Beträge sind nach dem Emissionskurse (in erster Linie dem Subskriptionskurse) berechnet. Im Falle, daß die Papiere vor der Börseneinführung emittiert werden, werden die Papiere in der Regel erst bei der Börseneinführung mit dem Einführungskurse eingestellt. Neue Wertpapiere, die zwecks Konversionen oder Fusionen ausgegeben werden, werden nicht mitberechnet. Die ausländischen

Werte werden so berechnet, daß, wenn nur ein Teilbetrag der ausländischen Emissionen für Frankreich bestimmt ist, nur dieser Teilbetrag in die Statistik eingestellt wird. Ist kein bestimmter Betrag für Frankreich bestimmt, so wird der ganze Emissionsbetrag mitgerechnet[1]. Auch in dem Falle, daß ausländische längst emittierte Werte an die Pariser Börse eingeführt werden, wird der zum Börsenhandel zugelassene Betrag in die Statistik eingestellt.

3. Die Emissionsstatistik des „Moniteur des Intérêts Matériels", Brüssel.

Diese Statistik ist eine internationale Statistik und umfaßt — abweichend von den üblichen Emissionsstatistiken — nicht die in den einzelnen Ländern zur Emission aufgelegten Werte, sondern die von diesen Ländern auf dem Emissionswege aufgenommenen Kapitalien. So würde z. B. eine amerikanische Eisenbahnanleihe, die in London und Berlin aufgelegt ist, nicht bei England und Deutschland, sondern bei den Vereinigten Staaten erscheinen. Berücksichtigt werden prinzipiell alle Emissionen unter der Hand, soweit sie bekannt werden. Hervorzuheben ist, daß diese Statistik sich nicht nur auf die Emissionen beschränkt, die an den größeren Börsenplätzen Europas und der Union vorgenommen werden, wie es im Januarheft 1912 der Conradschen Jahrbücher heißt. Auf meine diesbezügliche Frage erhielt ich vom Herausgeber folgende Antwort: „Nous tenons compte de tous les appels au crédit, ne nous bornant pas à enregistrer ceux, qui sont adressés sur les marchés européens seulement. C'est ainsi que pour le Japon (par exemple) nous consignons les emprunts intérieurs aussi bien que les emprunts extérieurs et les émissions pour entreprises créées avec des capitaux exclusivement japonais." Als Material der Berechnungen dienen Prospekte, Zeichnungseinladungen oder die anderen auf die Emissionen Bezug nehmenden Bekanntmachungen. Berechnet werden die Beträge nach dem Emissionskurs, der aus eben erwähnten Dokumenten zu ersehen ist. Der in den Prospekten etc. verzeichnete Emissionsbetrag wird in seiner ganzen Höhe eingestellt, ohne Rücksicht darauf, ob der ganze Betrag in diesem Jahre auch wirklich abgesetzt wurde. Ferner wird der Emissionsbetrag als volleingezahlt

---

[1] „Quand un emprunt est offert en France en son entier, c'est cet entier que je considère, même si la souscription est ouverte autre part." So schrieb mir der Bearbeiter der Emissionsstatistik des „Economiste Européen".

Moniteur des Intérêts matériels Brüssel.
Emissionen im Jahre 1910 in 1000 Mark.

Die die Kapitalien beanspruchenden Länder	Staaten, Provinzen und Städte	Kredit-institute	Eisenbahnen u. Industrie-gesellschaften	Kon-vertierungen	Gesamtemissionen 1910	1909	1908
Deutschland und Kolonien	1 021 564	699 081	705 763	—	2 426 408	3 035 475	3 048 686
England und Kolonien (ausschl. Canada, Südafrika u. Ägypten	954 990	130 610	1 928 592	—	3 014 192	2 319 694	2 832 844
Engl. Kolonien in Südafrika	3 969	—	99 225	—	103 194	237 746	71 870
Frankreich u. Kolonien	316 305	156 330	946 890	—	1 419 525	1 398 708	1 150 954
Österreich-Ungarn	613 575	141 142	18 630	—	773 347	361 590	349 584
Rußland	202 824	229 230	444 690	—	876 744	1 668 281	635 741
Belgien	138 510	42 120	180 630	—	361 260	363 230	150 460
Bulgarien	92 340	—	4 050	—	96 390	115 423	—
Dänemark	124 173	—	7 290	—	131 463	62 370	67 959
Griechenland	353 160	13 932	10 125	—	377 217	5 670	22 559
Italien	275 400	—	79 785	—	355 185	176 580	156 407
Niederlande und Kolonien	38 272	31 185	134 865	—	204 322	200 398	175 883
Norwegen	—	—	46 170	—	46 170	7 812	4 990
Schweden	82 215	20 250	10 206	—	112 671	49 463	142 151
Portugal und Kolonien	—	—	1 458	—	1 458	133 209	142
Rumänien	125 550	34 830	49 815	—	210 195	44 550	160 380
Schweiz	33 520	108 527	47 162	19 670	208 879	352 920	212 842
Spanien	32 400	810	58 320	—	91 530	230 338	290 980
Türkei	109 350	43 740	56 295	—	209 385	197 337	76 404
Montenegro	—	—	—	—	—	10 125	—
Serbien	141 750	18 630	—	—	160 380	111 416	—
Vereinigte Staaten	96 147	16 200	2 853 225	—	4 585 572	6 482 957	5 326 739
Canada	496 125	39 690	482 355	1 620 000	1 018 170	743 847	669 921
Übriges Amerika	1 308 312	431 325	836 973	—	3 128 220	1 178 376	1 295 477
Kongostaat	—	—	—	551 610	—	39 394	—
Ägypten	—	29 565	17 823	—	47 547	30 092	57 134
Liberia	—	—	—	—	—	—	2 025
Marokko	79 380	—	—	—	79 380	121 500	—
China	32 481	8 100	2 430	—	43 011	29 083	200 273
Japan	618 638	—	8 100	694 980	1 321 718	187 141	72 252
Persien	36 450	—	—	—	36 450	12 150	—
Total Mark	7 327 400	2 195 297	9 031 026	2 886 260	21 439 983	19 906 877	17 174 657

betrachtet. „Nous enregistrons le chiffre des émissions en tablant sur le cours d'émission et en considérant le montant des valeurs émises comme étant intégralement souscrit. De plus, nous considérons le montant des titres souscrits comme entièrement libéré." Das letztere wird besonders dann von Bedeutung, wenn, wie z. B. in England, die Aktien nur teilweise eingezahlt werden. Die Konversionen sind unter einer eigenen Rubrik zusammengestellt.

Kritischer Teil.

1. Die Emissionsstatistik von „The Economist" (London).

Da diese Statistik sich auf diejenigen Emissionen beschränkt, die zugleich an die Londoner Börse eingeführt werden, so werden dadurch alle diejenigen Werte nicht mitgerechnet, die an anderen englischen Börsenplätzen oder überhaupt ohne Zuhülfenahme der Börse emittiert werden. So werden z. B. die Industriewerte sehr häufig nur lokal untergebracht, auch werden oft Kapitalien durch Spareinlagen und Depositen von Arbeitern und Angestellten aufgebracht, Faktoren, die die relativ geringe Summe der in dieser Statistik für das Mutterland allein angegebenen Kapitalien (1911 nur 533 Millionen) erklärlich machen. Im übrigen ist das statistische Verfahren des Londoner „Economist" dem des „Deutschen Ökonomisten" sehr ähnlich (ich sage „im übrigen", weil der „Deutsche Ökonomist" alle deutschen Börsen berücksichtigt) und dementsprechend sind auch hier dieselben Fehlerquellen vorhanden wie dort. Zeitliche und kursale Fehlerquellen infolge der eventuellen zeitlichen Verschiedenheit der Ankündigung der Emission im Prospekt und der wirklichen Unterbringung der Papiere unter das Publikum, die sich über Jahre erstrecken kann, (eine Fehlerquelle, die hier allerdings durch die häufig angewandte Sukzessivgründung verhindert wird) oder infolge des Umstandes, daß manche Papiere erst einige Jahre nach der Emission an die Börse eingeführt werden. Die Sukzessivgründungen haben für die Emissionsstatistik neben dem eben erwähntem Vorteil auch einen Nachteil, und zwar den, daß manchmal die im Prospekt angekündigten Werte überhaupt nicht geschaffen und emittiert werden, wenn die Zeichnungsauflegung keinen Erfolg gehabt hat, so daß aus diesem Grunde die Emissionsziffern des Londoner „Economist" bisweilen zu hoch angegeben sind, was z. B. für Deutschland nicht in Betracht kommt, weil die Werte im Stadium der Zeichnungsauflegung schon geschaffen, d. h. in den Händen der Banken sind, die die Effekten im Falle, daß sie nur einen Teil derselben

unterbringen konnten, eben im selben Jahre oder noch später bei günstigeren Geldverhältnissen zu emittieren suchen, so daß die Emissionsstatistik sie höchstens temporär unrichtig wiedergibt. Abweichend vom „Deutschen Ökonomisten“ werden die sogenannten vendors shares, d. h. die Papiere, die als Gegenwert von Sacheinlagen ausgegeben werden, nicht mitberechnet, vom Standpunkt der Belastung des Geld- und Kapitalmarktes mit Recht, da die Vorbesitzer, auch wenn sie die Papiere verkaufen, dem Markte keine Mittel entziehen, da sie ja den Verkaufserlös dem Markte wieder zur Verfügung stellen können. Besonders hervorzuheben ist die Tatsache, daß die Aktien nur in der Höhe der Einzahlungen berücksichtigt werden. Das ist besonders für eine englische Emissionsstatistik wichtig, weil in England in sehr vielen Fällen die Aktien nur zu 25 % eingezahlt werden, während dieser Modus bei uns in Deutschland eine geringe Rolle spielt und für die deutschen Emissionsstatistiken nicht allzusehr in Betracht kommt.

Die ausländischen Effekten werden nur zum Teil richtig wiedergegeben, nämlich nur dann, wenn von einer ausländischen Anleihe usw. ein Teil für England bestimmt ist, in welchem Falle nur dieser Teil in die Statistik eingesetzt wird. Ist kein Teilbetrag bestimmt, so wird die ganze Anleihe usw. mitgerechnet, auch wenn ein Teil im Ausland untergebracht wird, wodurch also in diesen Fällen der Emissionsbetrag zu hoch angegeben wird. Der wirkliche Zuwachs an ausländischen Werten in englischen Händen ist natürlich ebensowenig aus dieser Statistik zu ersehen, wie für Deutschland der Zuwachs an Exoten aus den deutschen Statistiken. Abgesehen von dem Fluktuieren der Papiere von einem Lande zum anderen, des Kaufes von ausländischen Werten an ausländischen Börsen von seiten der Engländer durch Vermittlung von ausländischen Banken ist vor allen Dingen hier der Faktor zu berücksichtigen, daß viele Ausländer auf dem Londoner Markte durch ausländische oder englische Banken als Käufer auftreten, um ihre Ersparnisse anzulegen, und bekanntlich sind es auch die Deutschen, die den Londoner Markt aufsuchen, weil sie dort beliebte Spekulationspapiere finden, die in Deutschland nicht gehandelt werden. Das ist wohl zu beachten, wenn man nicht zu falschen Schlüssen kommen will aus dem Vergleiche der in England und in Deutschland vorgenommenen Emissionen ausländischer Werte. Ich stelle hier die Zahlen des Londoner „Economist“ und des „Deutschen Ökonomisten“ zusammen:

Ausländische Werte[1] in Millionen Mark
(in Klammern die Prozentzahlen der ausländischen Werte im Verhältnis der gesamten Emissionen)

	1909	1910	1911
Deutschland	348,76 (8,5 %)	545,64 (18 %)	459,87 (16,9 %)
England	1 813,910 (48,8 %)	2 341,195 (42,9 %)	2 052,621 (52,4 %)

Abgesehen davon, daß die Emissionsbeträge für England in manchen Fällen zu hoch angegeben werden[2], zeigt dieser Vergleich mehr die verschieden große Bedeutung der englischen und der deutschen Börse für den internationalen Effektenhandel, als den Zuwachs von ausländischen Werten in englischen bezw. deutschen Händen.

Auch bei einem Vergleich der inländischen Werte der beiden Länder muß man vorsichtig sein. Ich stelle wieder die Zahlen des Londoner „Economist“ und des „Deutschen Ökonomisten“ zusammen:

Inländische Werte. Kurswerte in Millionen Mark

	1909	1910	1911
Deutschland mit Kolonien	3 241,53	2 476,67	2 248,70
England „ „	1 906,167	3 114,56	1 859,25

In diesen drei Jahren hat nach dieser Statistik Deutschland 1086 Mill. Mk. mehr Kapital im Inland und den Kolonien investiert als England. Die Sache wird ganz anders, wenn man, abgesehen von dem Faktor, daß die englische Statistik nur die Zentralbörse berücksichtigt, in Betracht zieht, daß die „Hypothekenbank in ihrem heutigen Bestande (trotz ihrer ausländischen Vorbilder) eine spezifische deutsche Kreditinstitution ist, während kein anderes Land sie in solcher Ausdehnung besitzt“[3]. Die großen Kapitalien, die in Deutschland auf dem Wege des Pfandbriefes in das städtische Mietshaus investiert werden (durchschnittlich jährlich ca. 600 Mill. Mk.), werden in England auf dem Wege der privaten Hypothek investiert, so daß diese Kapitalien in einer englischen Emissionsstatistik natürlich nicht erscheinen können. In den drei obenerwähnten Jahren wurden nach dem „Deutschen Ökonomisten“ Pfandbriefe in der Höhe von 1976 Millionen ausgegeben. Das Plus zugunsten Deutschlands verwandelt sich in ein Minus von ca. 900 Mill. Mk. Außerdem erhöhen sich

[1] Ohne Kolonien. Diese Emissionen werden allgemein zu den inländischen Werten gerechnet.

[2] Siehe S. 39.

[3] Eberstadt, a. a. O. S. 142.

die englischen Zahlen noch dadurch, daß die in Deutschland, Amerika oder Frankreich emittierten Werte englischer Kolonien in der englischen Statistik natürlich fehlen. Man sieht, auch bei zwei in der Methode ähnlichen Emissionsstatistiken zweier verschiedener Länder muß man immer die verschiedenen volkswirtschaftlichen Verhältnisse (z. B. auch die Ausbreitung der Aktienform in einem Lande, um nur eines zu erwähnen) in Betracht ziehen, wenn man nicht zu falschen Schlüssen kommen will.

Zusammenfassend ist über die Emissionsstatistik des Londoner „Economist" zu sagen, daß sie nicht die gesamten in England durchgeführten Emissionen erfaßt, daß sie uns vielmehr eine Zusammenstellung gibt von den in den Prospekten angekündigten Emissions- und Einführungsbeträgen von Londoner Börsenpapieren, die jedoch nicht immer identisch sind mit den in diesem Jahre wirklich emittierten Effekten. Die ausländischen Werte werden in manchen Fällen zu hoch wiedergegeben.

2. Emissionsstatistik des „Economiste Européen".

Diese Statistik ist im allgemeinen nach denselben Gesichtspunkten zusammengestellt, wie die im vorhergehenden Abschnitt behandelte englische Statistik; es sind demnach auch hier die nämlichen Fehlerquellen zu verzeichnen wie dort: Unvollständigkeit der Emissionen, da die Statistik sich in der Hauptsache nur auf die Börse in Paris bezieht (es fallen dadurch z. B. die Effekten der privaten Eisenbahngesellschaften aus, die außerhalb der Börse emittiert werden), kursale und temporäre Fehlerquellen, da Börseneinführung und Emission häufig Jahre auseinanderliegen.

Die Emissionsziffern der ausländischen Werte erreichen nach dieser Statistik in Frankreich eine sehr große Summe, die noch größer erscheint, wenn man sie in Beziehung zu den inländischen Werten setzt, und bestätigen damit, was allgemein bekannt ist, und was Briand einmal in die Worte gekleidet hat, daß das Gold des Landes sich wie ein Sprühregen über die ganze Welt ergieße und daß, wenn man eine Beunruhigung oder ein Bedauern äußern sollte, es die Sorge wäre, daß nicht genug im eignen Lande bliebe[1].

---

[1] Zitiert bei F. Moos, a. a. O.

Emissionen auf dem Pariser Markte.
Millionen Mark.

Jahr	inländische Werte	ausländische Werte	ausländische Werte in % der Gesamtsumme
1908	548,8	2 199,2	78 %
1909	1 438,0	2 007,2	58 %
1910	708,0	3 780,8	84 %
1911	651,2	3 107,6	82 %
	Durchschnitt der Jahre 1908—11		75,5 %

Allerdings sind diese hier angeführten ausländischen Emissionen nicht in ihrer vollen Höhe in Frankreich wirklich emittiert. Diese Statistik gibt die emittierten ausländischen Emissionen nur dann richtig wieder, wenn ein Teilbetrag der ausländischen Emission für Frankreich ausdrücklich bestimmt ist. Wo kein Teilbetrag für Frankreich bestimmt ist, wird die ganze Emission eingesetzt, so daß also in diesem Falle der Emissionsbetrag zu hoch angesetzt wird. Ferner zählt der „Economiste Européen“ die Börseneinführungen, d. h. die Zulassung zur Börsennotiz von schon emittierten ausländischen Werten, wie Emissionen. Er tut dies mit einer gewissen Berechtigung, da er annehmen kann, daß ein Teil von diesen Werten in französischen Händen ist, die er bei der Emission nicht fassen konnte, da sie ja im Auslande emittiert wurden. Aber es handelt sich doch immer nur um einen größeren oder kleineren Teil des an die Pariser Börse eingeführten Betrages, der in französischen Händen ist. Diese zu hohen Angaben werden wohl durch die Tatsache, daß die Franzosen häufig auf auswärtigen Märkten (Berlin, London, New York) auftreten, zum größten Teile kompensiert.

Zusammenfassend ist über die Statistik des „Economiste Européen“ zu sagen, daß sie uns nur die in den Prospekten angekündigten Emissions- und Einführungsbeträge von Pariser Börsenpapieren wiedergibt, die jedoch mit den in diesem Jahre in Frankreich wirklich emittierten Effekten nicht immer identisch sind. Die ausländischen Werte werden teilweise zu hoch wiedergegeben.

3. Emissionsstatistik des „Moniteur des Intérêts matériels“.

Diese Statistik unterscheidet sich erstens von den anderen dadurch, daß sie international ist, d. h. alle irgendwie bedeutsamen Länder bearbeitet und zweitens dadurch, daß sie nicht, wie sonst üblich, darnach frägt, welche Summen von Wertpapieren in den einzelnen Ländern binnen eines Jahres emittiert, d. h. untergebracht worden

sind, sondern darnach, welche Kapitalien den öffentlichen Körperschaften und den Unternehmungen der einzelnen Länder innerhalb eines Jahres auf dem Emissionswege zufließen.

Diese internationale Statistik ist deshalb besonders wertvoll, weil hier der Versuch unternommen wird, die Emissionen der einzelnen Länder nach einer einheitlichen Methode zu erfassen. Im Prinzip sollen alle Emissionen gefaßt werden. Wenn die Bearbeitung sich hiermit prinzipiell nicht auf die Börsen beschränkt, so zeigt doch eine einfache Überlegung, daß selbst beim besten Willen nicht alle Emissionen statistisch erfaßt werden können. Viele Emissionen vollziehen sich gar nicht in der Öffentlichkeit, so daß der „Moniteur" gar keine Kenntnis von ihnen erhalten kann, wenn die Korrespondenten in den einzelnen Ländern auch noch so aufmerksam die Prospekte, Zeichnungseinladungen usw. verfolgen. Auch der „Moniteur" ist natürlich, wie alle derartigen Zusammenstellungen, in erster Linie auf die öffentlichen Prospekte angewiesen, so daß die Fehlerquellen der Unvollständigkeit wie der eventuellen zeitlichen Verschiebungen auch hier zum Teil bestehen bleiben.

Ich habe eben gesagt, daß diese Statistik für die Vergleichung der einzelnen Länder den großen Vorzug besitzt, daß überall eine einheitliche Methode angewendet wird. Aber auch bei diesen Zusammenstellungen muß man hinsichtlich des Vergleiches der einzelnen Länder vorsichtig sein. Es ist zu beachten, daß die in dieser Statistik verzeichneten Emissionsziffern eines Landes, in dem sehr viele Emssionen sich der Öffentlichkeit entziehen, hinter den Zahlen eines Landes, in dem die Emissionen sich allgemein in der Öffentlichkeit vollziehen, ceteris paribus zurückstehen müssen, wo also trotz gleicher Emissionsintensität nur ein Bruchteil der wirklich vollzogenen Emissionen statistisch erfaßt werden kann. Ferner scheint mir die genaue Durchsicht der Prospekte und der anderen auf die Emissionen Bezug nehmenden Bekanntmachungen für die einzelnen Länder eine verschiedenartige zu sein. Besonders genau scheint der „Moniteur" z. B. neben den belgischen Emissionen die französischen Emissionen zu erfassen, was ja infolge der gleichen Sprache und der Kulturgemeinschaft beider Länder, ein Faktor, der sicherlich eine bessere Orientierung des „Moniteur" in den Emissionsvorgängen Frankreichs garantiert, als für irgendein anderes Land, nicht wundernehmen kann. Die französischen Emissionsziffern des „Moniteur" sind öfters ziemlich beträchtlich höher als die parallelen Emissionsziffern des „Economiste Européen". Man vergleiche folgende Zahlen:

	in Millionen Mark	
	Moniteur	Economiste Européen
1908	1 150,0	584,8
1909	1 398,0	1 438,0
1910	1 419,0	708,0

Die Emissionen französischer Werte werden vom „Moniteur" im Zeitraum von 1908—1910 um 1236 Millionen höher berechnet als vom „Economiste Européen". Das rührt daher, daß letzterer sich im wesentlichen nur auf die Emissionen von Pariser Börsenpapieren beschränkt, während der Moniteur möglichst alle Emissionen zu fassen sucht. Auf diese Weise werden z. B. vom Moniteur die Emissionen der privaten französischen Eisenbahngesellschaften, die außerhalb der Börse unter der Hand emittiert werden, mitgerechnet, während sie beim „Economiste Européen" fehlen. Daß im Jahre 1909 die Zahlen der Pariser Statistik über die Zahlen des „Moniteur" hinausgehen, hat wohl seinen Grund darin, daß in diesem Jahre die Börseneinführungen längst emittierter Werte besonders zahlreich waren.

Nicht so exakt scheint der „Moniteur" dagegen die deutschen Emissionen zu erfassen, da die Emissionsziffern, die er angibt, in keinem Jahre auch nur die inländischen Emissionsziffern des „Deutschen Ökonomisten" erreichen, der doch nur die Emissionen von Börsenpapieren wiedergibt. Man vergleiche folgende Ziffern:

	Millionen Mark	
	Moniteur	Deutscher Ökonomist
1908	3 048,0	3 544,0
1909	3 045,0	3,241,0
1910	2 426,0	2 476,0

Die englischen Emissionsziffern des „Moniteur" sind dagegen im Vergleiche mit den englischen (und zwar inländischen und kolonialen) Emissionsziffern des Londoner „Economist" beträchtlich höher.

	in Millionen Mark	
	Moniteur	Londoner Economist
1909	3 329,0	1 525,0
1910	4 182,0	1 884,0

Diese ungeheuren Differenzen rühren erstens einmal daher, daß die englischen Kolonien für die Unterbringung ihrer Emissionen nicht allein den Londoner Markt, sondern auch andere Märkte aufsuchen. So z. B. Canada und Südafrika den Pariser Markt, Canada auch den deutschen Markt. Ferner wird Canada wohl seine Emissionen zum Teile auch in Amerika unterbringen. Diese Emissionen fehlen infolge der Verschiedenheit der Emissionsmethoden in der Londoner

Statistik, die nur die Emissionen berechnet, die auf dem Londoner Markte emittiert werden.

Zweitens ist hervorzuheben, daß der Londoner Economist nur die eingezahlten Summen der Effekten berücksichtigt, während der Moniteur alle als volleingezahlt betrachtet; diese Fehlerquelle wird gerade bei den englischen Emissionen ziemlich beträchtlich, weil dort in der Regel die Aktien nur zu 25 % eingezahlt werden.

Dieser letzte Punkt ist besonders auch bei einem Vergleiche der vom Moniteur berechneten Emissionsziffern der einzelnen Länder (neben den obenerwähnten Faktoren: ungleiche Ausdehnung der Emissionen unter der Hand und ungleiche Erfassung der öffentlich durchgeführten Emissionen in den einzelnen Ländern) wohl zu beachten, weil für die außerenglischen Länder diese Fehlerquelle nur in sehr geringem Maße (außer England wohl nur noch für Amerika) von Bedeutung ist. Dadurch wird der Vergleich der Emissionsziffern des Moniteur für die einzelnen Länder natürlich erschwert.

Außer diesen in der statistischen Methode des Moniteur liegenden Erschwerungen eines Vergleiches der von ihm berechneten Emissionsziffern der einzelnen Länder kommen auch Momente der Vergleichserschwerungen hinzu, die in den verschiedenen volkswirtschaftlichen Verhältnissen der in Betracht kommenden Länder liegen.

Der Mangel an zahlreichen Pfandbriefemissionen in den meisten außerdeutschen Ländern ist natürlich auch hier zu berücksichtigen; das ist der Grund, warum die Ziffern der deutschen Kreditinstitute im Vergleich zu den anderen Ländern eine viel höhere Summe aufweisen. Folgende Ziffern geben uns ein Bild davon:

Kreditinstitute für das Jahr 1910

	in Millionen Mark
Deutschland und Kolonien . . .	699 081
England und Kolonien.	130 610
Frankreich und Kolonien	156 330
Rußland	229 230
Vereinigte Staaten	16 200

Daß die Vereinigten Staaten eine so auffallend geringe Emission von Bankaktien aufweisen, hängt damit zusammen, daß die National and State banks ihre Aktien regulär auf der Börse nicht notieren lassen, auch damit, daß der private Finanzier dort eine große Rolle spielt, was auch bei England zu berücksichtigen ist. Ferner ist bei der Rubrik Eisenbahn- und Industriegesellschaften zu beachten, daß in den Ländern, wo die staatlichen Eisenbahnen und Fabriken (Gas-

anstalten, Elektrizitätswerke usw.) eine relativ kleine Rolle spielen, die Emissionsziffern der privaten Eisenbahn- und Industriegesellschaften natürlich a priori viel höher sein müssen als diejenigen eines mehr staatssozialistischen Landes, wo dafür die Emissionsziffern der öffentlichen Körperschaften besonders hohe Beträge aufweisen werden. Man vergleiche unter diesem Gesichtspunkt folgende Ziffern:

	Staaten, Provinzen und Städte	Eisenbahn- und Industriegesellschaften
Deutschland und Kolonien	1 021	705
England und Kolonien (außer Canada, Südafrika und Ägypten) .	954	1 928
Frankreich und Kolonien	316	946
Vereinigte Staaten	96	2 853

Die Zahlen zeigen uns in deutlicher Weise die in dieser Hinsicht diametral gegenüberstehenden Länder: Deutschland, das Land des stets zunehmenden Staatssozialismus, und Amerika, das Land der wirtschaftlich fast noch reinen privaten Tätigkeit!

Zusammenfassend kann man über die Statistik des Moniteur sagen, daß die von ihm berechneten Emissionsziffern der einzelnen Länder infolge häufiger, meistens unvermeidbarer Lücken (Emissionen unter der Hand) zwar nicht die Gesamtemissionsziffern der einzelnen Länder darstellen, daß ferner die Emissionsziffern der einzelnen Länder miteinander nur bedingt verglichen werden können, weil die auf der statistischen Methode und den verschiedenen volkswirtschaftlichen Verhältnissen der einzelnen Länder beruhenden Fehlerquellen bzw. Lücken für die einzelnen Staaten verschiedenes Gewicht besitzen, daß die Zusammenstellungen aber doch als ein wertvoller Versuch angesehen werden dürfen, die Emissionen aller irgendwie für eine Emissionsstatistik in Betracht kommenden Länder unter einem einheitlichen Gesichtspunkte zu erfassen.

IV. Zusammenfassendes Ergebnis.

Wenn wir alle bisher behandelten Emissionsstatistiken überblicken, so kann man sie je nach ihrem Ausgangspunkt, ihrer Fragestellung, in zwei Gruppen unterscheiden, und zwar:

1. In solche, die die Emissionen eines Landes vom Standpunkt des Kreditgebers, des Käufers der Effekten, zu erfassen suchen, das sind also jene Statistiken, die danach fragen, welche neuen Werte innerhalb eines bestimmten Landes jährlich zur Emission gelangen.

2. In solche, die die Emissionen eines Landes vom Standpunkt des Kreditnehmers, des Ausstellers der Effekten, betrachten, das sind also jene Statistiken, die danach fragen, welche Kapitalien den Körperschaften oder den Unternehmungen eines bestimmten Landes binnen eines Jahres durch Emission von neuen Wertpapieren, die entweder im eigenen oder im fremden Lande untergebracht worden sind, zuflossen.

Folgendes Beispiel macht den Unterschied dieser beiden Gruppen deutlich:

Werden 100 Millionen russische Staatsanleihen zur Hälfte in Deutschland, zur anderen Hälfte in Frankreich untergebracht, so erscheinen in der ersten Gruppe 50 Millionen unter Deutschland und 50 Millionen unter Frankreich, während in den Emissionsstatistiken der zweiten Gruppe 100 Millionen Mark unter Rußland erscheinen.

Zu der zweiten Gruppe gehört unter den von mir behandelten Emissionsstatistiken nur die internationale Statistik des Moniteur, zu der ersten gehören alle übrigen. Die eine Art der Erfassung der jährlichen Emissionen ist so wertvoll wie die andere, ja man kann sagen, daß sie sich gegenseitig ergänzen, indem die Emissionsstatistik der ersten Gruppe uns im allgemeinen in erster Linie ein Bild von der Kaufkraft, dem Reichtum und besonders auch der internationalen Bedeutung der einzelnen Börsen der verschiedenen Länder gibt, während uns die Emissionsstatistik der zweiten Gruppe ein im Prinzip geschlossenes Bild von den industriellen Kapitalbedürfnissen und den Ausgaben der öffentlichen Körperschaften eines Landes gibt, soweit solche durch Emissionen gedeckt werden.

Hervorheben möchte ich, daß diese letztere Frage auch von den Emissionsstatistiken der ersten Gruppe beantwortet werden kann, wenn es sich um Länder handelt, die ihren eigenen Kapitalbedarf im Inlande selbst decken, wo also Kreditnehmer und Kreditgeber dem eigenen Lande angehören, wie es z. B. bei Deutschland und Frankreich vollständig der Fall ist, nicht ganz bei England, dessen Kolonien z. B. sehr oft auch ausländische Börsen aufsuchen, nicht so bei Amerika, und erst recht nicht bei Rußland und den vielen anderen Schuldnerstaaten. Dagegen können weder die Emissionsstatistiken der ersten noch der zweiten Gruppe die Frage beantworten, welche ausländischen Werte von den einzelnen Ländern jährlich neu erworben werden. Die Emissionsstatistiken der ersten Gruppe deshalb nicht, weil sie die im Inland emittierten ausländischen Effekten ohne Berücksichtigung, ob es Käufer des Inlandes oder des Auslandes sind,

statistisch erfassen, dagegen die im Ausland erworbenen Effekten unberücksichtigt lassen. Die Emissionsstatistiken der zweiten Gruppe deshalb nicht, weil sie überhaupt nicht nach dem Kreditgeber, dem Käufer der Effekten, sondern nur nach dem Kreditnehmer, dem Aussteller der Effekten fragen.

Außer dieser Einteilung der Emissionsstatistiken je nach der Fragestellung, ob der Kreditnehmer oder der Kreditgeber bei den Zusammenstellungen der jährlichen Emissionen berücksichtigt wird, lassen sich die Statistiken auch noch von einem anderen Gesichtspunkte aus gruppieren, indem man danach fragt, inwieweit die einzelnen Emissionsstatistiken das statistisch zu erfassende Gebiet abgegrenzt haben. Danach lassen sich die Emissionsstatistiken unterscheiden:

1. in solche, die prinzipiell alle Emissionen zu fassen suchen, zu welchen der „Moniteur“ und die „Frankfurter Zeitung“ gehört und
2. in solche, die sich prinzipiell nur auf die Börsen, wie es beim „Deutschen Ökonomisten“ und dem Kaiserlich statistischen Amt der Fall ist, oder sogar nur auf eine Hauptbörse beschränken, wie der „The Economist“ auf die Londoner, der „Economiste Européen“ auf die Pariser Börse.

Die Verschiedenartigkeit dieser beiden Prinzipien scheint für den ersten Augenblick ziemlich weittragende Bedeutung zu haben, da es bekanntlich heute viele Emissionen gibt, die überhaupt nicht über die Börse eingeführt werden. Trotzdem ist sachlich in der Frage der Erfassung der außerhalb der Börse emittierten Werte kein allzu großer Unterschied zwischen diesen beiden Gruppen, weil diese außerhalb der Börse emittierten Effekten sehr oft nicht öffentlich, sondern unter der Hand emittiert werden und somit auch für den Statistiker nicht faßbar sind, der prinzipiell alle Werte zu erfassen sucht. Wir haben also festzustellen, daß alle Emissionsstatistiken unvollständig sind. Der Grad der Unvollständigkeit hängt nicht so sehr von der Frage ab, ob die einzelnen Emissionsstatistiken bei der Erfassung der Emissionen sich auf die Börsen beschränken oder nicht, als vielmehr davon, inwieweit in einem Lande der freihändige Emissionsmodus verbreitet ist.

Außer dieser allen gemeinsamen, dem Grad nach in erster Linie von den Emissionsgebräuchen eines Landes abhängigen Fehlerquelle der Unvollständigkeit der erfaßten Emissionen ist auch bei allen Statistiken die Fehlerquelle der temporären Verschiebungen zu verzeichnen. Diese resultieren daraus, daß Ankündigung der Emission

im Prospekt (Zeichnungsprospekt, Zulassungsprospekt) und wirkliche Emission oft Jahre auseinander liegen, so daß die Emissionen bald zu früh, bald zu spät wiedergegeben werden, da der Statistiker sich für die Erfassung der Emission in der Hauptsache nur auf die Prospekte stützen kann. Will er es nicht tun, so bleibt ihm nichts anderes übrig, als auf die unsichere Bahn der Schätzung sich zu begeben, wie es z. B. die „Frankfurter Zeitung" tut, die zu schätzen versucht, wieviel von den zur Zeichnung aufgelegten Beträgen wirklich untergebracht worden sind, wodurch jedoch Lücken entstehen, weil die meist freihändig emittierten Restbeträge nicht faßbar sind.

Eine ziemlich verschiedene Behandlung erfahren die ausländischen Werte. Am sorgfältigsten werden sie von der „Frankfurter Zeitung" und dem „Deutschen Ökonomisten" bearbeitet, die nur den Teil einer ausländischen Anleihe wiederzugeben versuchen, der wirklich im Inland abgesetzt wurde. Allerdings sind sie hierbei öfters auf bloße Schätzungen angewiesen. Nicht so genau verfahren die von mir behandelten englischen und französischen Statistiken, die die ausländischen Werte nur dann richtig wiedergeben, wenn ein Teilbetrag ausdrücklich für diese Länder bestimmt ist. Da sie in allen anderen Fällen den ganzen Emissionsbetrag einsetzen, so werden die ausländischen Emissionen von ihnen öfters zu hoch wiedergegeben. Am ungenauesten verfährt das Kaiserlich-Statistische Amt, das ohne Rücksicht auf die Höhe der im Inland wirklich gezeichneten Beträge den ganzen zur Börse zugelassenen Betrag statistisch erfaßt.

Zusammenfassend ist zu sagen, daß keine einzige der von uns behandelten Emissionsstatistiken in der Lage ist, uns eine vollständige Übersicht über die Emissionen eines Landes während eines Jahres (sei es vom Standpunkt des Kreditgebers, des Käufers der Effekten, sei es vom Standpunkt des Kreditnehmers, des Ausstellers der Effekten aus) zu geben, daß alle sich im wesentlichen darauf beschränken müssen, die binnen eines Jahres in der Öffentlichkeit, besonders mit Hülfe der Börse vollzogenen Emissionen auf Grund der im Prospekt angekündigten Emissionsbeträge, die durchaus nicht immer identisch sind mit den in diesem Jahre bzw. in dem betreffenden Lande wirklich emittierten Effektenbeträgen, statistisch zu erfassen. Wo, wie bei ausländischen Emissionen, von einigen deutschen Emissionsstatistiken der Prospekt nicht zur Grundlage der Berechnungen benutzt wird, ist der Statistiker auf Schätzungen angewiesen, die naturgemäß von der Wirklichkeit mehr oder minder erheblich abweichen.

V. Welche Schlüsse lassen sich aus einer Emissionsstatistik ziehen?

In allen wichtigeren Kulturstaaten ist man heute bemüht, die innerhalb eines Jahres vorgenommenen Emissionen statistisch zu erfassen, soweit es die schwierige Materie erlaubt. Da derartige mühsame Zusammenstellungen natürlich nicht um ihrer selbst willen gemacht werden, sondern wie jede Statistik, Material zur Erkenntnis abgeben sollen, so sei hier die Frage aufgeworfen, welche Schlüsse wir aus einer Emissionsstatistik ziehen können, aber auch die Frage, welche Schlüsse wir nicht ziehen können, wobei von den in den Emissionsstatistiken vorhandenen Fehlerquellen, soweit sie technischer Natur sind, abgesehen wird.

1. Je mehr der Effektenkapitalismus in einem Lande verbreitet ist, d. h. je größere Teile des volkswirtschaftlichen Kapitals die Effektenform annehmen, desto mehr wird uns eine Emissionsstatistik — und zwar kommen hier nur die Emissionsstatistiken vom Standpunkt des Kreditgebers in betracht — über die jährlichen Ersparnisse des Volkes, Auskunft geben können, da in einem solchen Lande der größere Teil der Ersparnisse in Effekten angelegt wird. Doch wird man nicht alle die Beträge, die in Neuemissionen angelegt werden, für neue Ersparnisse einer Volkswirtschaft annehmen dürfen.

„Der ausschlaggebende Faktor für das jeweilig verfügbare Kapital wird immer der heimische Kapitalbildungsprozeß sein, also die jeweils aus den verschiedenen Zweigen des Nationaleinkommens zuwachsenden, von den Einkommensempfängern nicht verbrauchten Überschüsse, welche nutzbare Verwendung verlangen. Mit in Betracht kommen aber auch jene verfügbaren Kapitalien, welche nicht aus neuen Einkommensüberschüssen, sondern aus Veränderungen in den bestehenden Kapitalanlagen resultieren[1]." Solche Veränderungen in den bestehenden Kapitalanlagen im vorliegenden Sinne können z. B. vorliegen, wenn ausländische Werte, die vor Jahren im Inland emittiert wurden, ins Heimatland wieder zurückwandern, so daß der Erlös dieser Werte für Neuanlagen in inländischen Effekten zur Verfügung steht. Auch Beträge, die im Ausland in Wertpapieren oder sonst wo angelegt waren und dem heimischen Effektenmarkte zugeführt werden, gehören hierhin. Auch treten häufig Ausländer als Zeichner auf dem inländischen Markte auf, so daß die im Inlande emittierten Werte oft nur zum Teil heimische Ersparnisse

[1] M. Pöschel, a. a. O.

darstellen. Natürlich bleiben die im Ausland gekauften Effekten dabei immer noch unberücksichtigt. Alle diese Möglichkeiten sind also in Betracht zu ziehen, wenn man aus den in einem Lande emittierten Werten auf die neuen Ersparnisse eines Volkes schließen will.

2. Die Ausdehnung des Effektenkapitalismus in einem Lande bedeutet vom Gesichtspunkte der Produktion aus betrachtet, daß die Unternehmungen in ausgedehntem Maße die Form der Aktiengesellschaft angenommen haben. Je mehr nun dieses in allen Zweigen des Wirtschaftslebens geschieht, ein desto vollständigeres Bild bekommen wir über das jährlich hinzuwachsende Produktions-Anlagekapital einer Volkswirtschaft[1], mit einem Wort von der Konjunktur, zumal da es immer die für das Wirtschaftsleben maßgebenden Industrien sind, die zuerst infolge ihrer großen Kapitalansprüche die Form der Aktiengesellschaft annehmen, wie die Zechen, die Hütten, die Elektrizitätswerke, die chemische Industrie usw. In wirtschaftlich aufsteigenden Perioden werden die Neugründungen von Aktiengesellschaften, die Erhöhungen des Aktienkapitals bestehender Unternehmungen und damit die Emission von Aktien eine große Rolle spielen und zwar um so mehr, als die Effekten infolge der optimistischen Stimmung des Publikums auch leichten Absatz finden, während Staaten und Kommunen besonders die Depressionszeiten, die Zeiten des geringen Kapitalbedarfes von seiten der Industrie, benutzen, um ihre festverzinslichen Werte unterzubringen, was ihnen um so eher gelingt, als nach Krisenzeiten das geängstigte Publikum gern einen niedrigeren Zinsfuß in Kauf nimmt, sofern das Papier nur Sicherheit gewährt. In solchen Zeiten gehen auch die Industrieunternehmungen im Falle des Kapitalbedarfes mit Vorliebe zur Emission festverzinlicher Obligationen über.

Man vergleiche folgende Zahlen:

Emissionen nach der „Frankfurter Zeitung“.

	1905	1906	1907	1908	1909
Deutsche Staatsanleihen .	454,68	688,97	541,46	**1079,52**	1066,66
Obligationen	331,31	257,29	172,96	**402,15**	329,19
Bankaktien.	203,41	289,77	97,31	75,63	145,38
Industrieaktien	492,52	624,28	**240,00**	**326,66**	322,42

[1] Kurzfristige Kapitalien, die zu Anlagezwecken verwandt und erst später in Effektenkapital umgewandelt werden, können natürlich in einer Effektenstatistik nicht registriert bezw. erst bei der Emission statistisch erfaßt werden.

Man sieht deutlich, wie nach der Krisis vom Oktober 1907 die Emissionsziffern der deutschen Staatsanleihen und die festverzinslichen Obligationen in die Höhe schnellen, während die Emissionen von Bank und Industrieaktien ganz plötzlich auf einen geringen Betrag herabfallen.

Mit Recht wird man also sagen dürfen, daß die Emissionsstatistiken in gewisser Hinsicht das Thermometer darstellen, an dem wir die Temperatur des Wirtschaftslebens für die einzelnen Jahre ablesen können. Es kann sich hierbei nicht um die Gesamtziffern der Emissionen handeln, weil ja die vermehrte Emission von Staatsanleihen nach Krisenzeiten die Verminderung der Emission von Industrieaktien ausgleichen, ja überkompensieren kann (wie es z. B. nach der Krise vom Jahre 1907 der Fall war: nach der „Frankfurter Zeitung" war der Gesamtemissionsbetrag des Jahres 1908 3156,71 Millionen, gegen das Hochkonjunkturjahr 1906, wo Effekten mit einem Gesamtwerte von nur 2813,30 Millionen Mk. emittiert wurden, also um fast 350 Millionen Mk. höher), wohl aber um die Einzelgruppen und die Verschiebungen untereinander.

3. Die Summe der in den verschiedenen Ländern emittierten ausländischen Effekten zeigt uns in erster Linie die internationale Bedeutung der Geldmärkte der verschiedenen Länder. Die Bedeutung Londons als des internationalen Effektenmarktes tritt aus der auf Seite 40 gegebenen Zahlenreihe deutlich in die Erscheinung, wobei noch in Betracht zu ziehen ist, daß der Londoner Markt auch den englischen Kolonien gewaltige Summen zur Verfügung stellt.

Spezielle Aufschlüsse, d. h. Aufschlüsse über den Reichtum eines Landes, über die rentnerische Beschaffenheit eines Landes, für deren Grad die Neuerwerbung zahlreicher ausländischer Werte und der damit verbundene arbeitslose Genuß von wirtschaftichen Erträgen aus anderer Länder Arbeit statt der aus der eigenen Produktion gewonnenen Erträge als Symptom angesehen werden darf, ist aus den Emissionsstatistiken nur bedingt zu erfahren, da, wie ich schon öfters hervorgehoben habe, die in einem Lande emittierten Werte durch Bankvermittlung von Ausländern gezeichnet werden können, während anderseits natürlich die Angehörigen dieses Landes auf dem ausländischen Markte als Käufer auftreten können. Inwieweit dieses geschieht, darüber kann uns keine Emissionsstatistik Auskunft geben.

Dagegen wird man aus dem Vergleich der Emissionen inländischer Werte zweier Länder (vorausgesetzt, daß man Emissionsstatistiken

mit der gleichen Methode benutzt) einen Schluß auf die wirtschaftliche Betätigung eines Volkes ziehen können, wobei man allerdings auch bei gleich angelegten Emissionsstatistiken der einzelnen Länder, wie ich im Laufe meiner Untersuchungen schon öfters dargelegt habe, auf die volkswirtschaftlich-organisatorischen Verhältnisse der einzelnen Länder achten muß, so z. B. auf die Ausbreitung der Emission durch öffentliche Subskription im Gegensatz zu der Emission unter der Hand, die Ausbreitung der Aktienform, die Ausbreitung des Pfandbriefes, oder des Staatsbetriebes in einem Lande, Bedingungen, welche die Ziffern der Einzelrubriken, wie auch so die Endziffern zweier Länder von der gleichen wirtschaftlichen Intensität ungleich gestalten müssen. Unter diesen Vorbehalten seien die Emissionsziffern der inländischen Werte von Frankreich, Deutschland und England für die Jahre 1909—11 zusammengestellt:

In Millionen Mark

	1909	1910	1911
England {allein . . . . / Kolonien . . . . . (Londoner Economist)	381 / 1 525 } 1 906	1 230 / 1 884 } 3 114	533 / 1 325 } 1 858
Deutschland[1] (Pfandbriefe!) mit Kolonien . . . . (Deutscher Ökonomist)	3 241	2 476	2 248
Frankreich mit Kolonien[1] . . (Moniteur)	1 378	1 419	1 065

4. Als vierter Punkt in dieser Gedankenreihe sei die Frage untersucht, inwieweit eine Emissionsstatistik in der Lage ist, die Beanspruchung des Kapitalmarktes bezw. die Höhe der Kapitalinvestitionen von Staat und Unternehmung auf dem Emissionswege wiederzugeben. Gerade diese Fragen sind es, die bei der Besprechung von Emissionsstatistiken stets die größte Rolle spielen, und um welche am heftigsten der Streit entbrannt ist. Daß man in der Beantwortung dieser Fragen bis jetzt so wenig zu einer Einigung kommen konnte, liegt daran, daß man die Fragen selbst nicht einmal genau präzisiert hat und oft die Frage nach der Beanspruchung des Kapitalmarktes der Frage nach der Kapitalinvestition gleichsetzt. Indes sind diese beiden Fragen etwas voneinander Verschiedenes und deshalb auch verschieden zu be-

[1] Für Mutterland und Kolonien getrennte Ziffern gibt es weder für Deutschland noch für Frankreich.

antworten. Das Problem der Beanspruchung des Kapitalmarktes frägt danach, wie viele Kapitalien dem Kapitalmarkte, dem Markte für langfristige Anlagen, durch die Emissionen entzogen werden, das Problem der Kapitalinvestition frägt danach, wieviel Kapitalien durch die Emission in Staat und Unternehmung investiert worden sind. Zuerst sei die Frage nach der Beanspruchung des Kapitalmarktes behandelt. Nicht alle Emissionen bedeuten eine neue Beanspruchung des Kapitalmarktes[1]. Alle Emissionen behufs Umwandlung schon bestehender Unternehmungen in Aktiengesellschaften, die sog. Umgründungen, bedeuten keine Neubelastung des Kapitalmarktes, da die Vorbesitzer in der Lage sind, dem Anlagemarkte entsprechende Barmittel zuzuführen. Ferner bedeuten alle jene Emissionen, die zu Tilgungszwecken verwendet werden, keine Neubelastung des Kapitalmarktes, da die durch die Emission entnommenen Summen durch die Sparer, deren Wertpapiere getilgt werden, in der Regel dem Kapitalmarkte wieder zugeführt werden[2].

Wieviel von den Emissionen der Geldmarkt (der Markt für kurzfristigen Kredit) in der Zwischenzeit auf dem Wege des Lombard- und Reportkredits übernehmen muß, bis die Papiere endgültig plaziert sind, ist statistisch für die einzelnen Emissionen nicht zu fassen. Nur die Gesamtsumme aller Effekten (der neuen wie der alten Effekten), die zu einem bestimmten Zeitpunkt vom Geldmarkt übernommen sind, läßt sich einigermaßen aus den Zweimonatsbilanzen der Banken erfassen, wobei natürlich zu berücksichtigen ist, daß auch die Seehandlung, die Preußische Central-Genossenschaftskasse und die Privatbankiers Lombard- und Reportkredite gewähren. Soviel über die Frage nach der Belastung des Kapitalmarktes bezw. des Geldmarktes durch Emissionen.

Eine andere Frage ist, wie ich ausgeführt habe, die Frage nach der Kapitalinvestition, dem Kapitalanspruch. Emission und Kapitalinvestition ist fast stets etwas voneinander Verschiedenes, und zwar nicht nur quantitativ, sondern öfters auch temporär.

---

[1] Daß Fusionen und Konversionen überhaupt nicht dem eigentlichen Begriff der Emissionen zu subsummieren sind, habe ich auf S. 6 ff. nachzuweisen versucht.

[2] Diesen Faktor berücksichtigen die Emissionsstatistiken des „Deutschen Ökonomisten" und der „Frankfurter Zeitung", allerdings, wie ich ausgeführt habe, nur bei den Pfandbriefen.

zuerst die quantitative Verschiedenheit. Eine Emissionsstatistik wird uns nur dann die genaue Höhe der Kapitalinvestitionen wiedergeben können, wenn es sich bei der Emission um einen direkten Appell des Unternehmens oder des Staates an das Publikum handelt, wie es bei der Zeichnung gelegentlich der Sukzessivgründung der Fall ist. Bei diesen Emissionen kommt der ganze Zeichnungsbetrag dem Unternehmen bezw. dem Staat zugute. Anders da, wo sich zwischen Gründer, bezw. Staat und Unternehmen auf der einen Seite, und Publikum auf der anderen Seite, ein Übernahmekonsortium schiebt. Hier begreifen die Emissionsbeträge nicht nur die Beträge in sich, die dem Staate oder dem Unternehmen zugute gekommen sind, sondern auch (im Falle der Gründung eines Unternehmens) die Gewinne, welche die Gründer der Unternehmungen gemacht haben, indem sie die bei der Gründung zu pari übernommenen Effekten an die Banken zu höheren Kursen zwecks Emission verkaufen, als auch die Emissionsgewinne, die durch die Emission zu höheren Kursen als die Übernahmekurse in die Taschen der Banken fließen. Diese Gründer- und Emissionsgewinne kommen also nicht dem Staate oder dem Unternehmen zugute. Darauf hat zum ersten Male Eberstadt in seinem Buche „Der deutsche Kapitalmarkt“ hingewiesen, und zwar mit vollem Recht, wenn ihm auch in den weiteren Ausführungen, die er darauf aufbaut, durch Nichtbeachtung mehrerer Faktoren einzelne Fehler unterlaufen sind[1]. Er nennt den Betrag, der dem Kapitalsucher, dem Unternehmen oder dem Staate wirklich zu gute gekommen ist, Kapitalreinanspruch. „Unter dem Kapitalreinanspruch verstehe ich denjenigen Betrag, der von einem Kapitalsucher für seine Zwecke gefordert, bzw. empfangen wurde[2].“ Rießer bemerkt treffend, daß es richtiger wäre, diese Beträge den Kapitalreinempfang zu nennen. Eberstadt irrt darin, wenn er behauptet, daß man die Emissionen nach zwei Modalitäten berechnet, nach dem Nennwert und nach dem Börsenkurswert, dem Einführungskurse. Er macht aus dem Kurswert, wie es in den Emissionsstatistiken heißt, den Börsenkurswert. Unter Kurswert ist jedoch, wie wir gesehen haben, meist der Emissionskurs zu verstehen. Allerdings fallen heute Börsenkurswert, d. h. Börseneinführungs-

---

[1] Über die Fehler der Eberstadtschen Ausführungen findet sich Näheres in der neuesten Auflage von Rießer, „Die deutschen Großbanken und ihre Konzentration“, S. 309 ff.

[2] Eberstadt, a. a. O. S. 15.

und Emissionskurs häufig, besonders bei den Industriewerten zusammen, da die Banken mit Rücksicht auf höhere Emissionsgewinne oft auf die Subskription verzichten und die Papiere lediglich durch Börseneinführung emittieren. Man wird deshalb die mühevollen Eberstadtschen Zusammenstellungen wenigstens für die Industriewerte mit Abschwächungen verwenden können. Nach den Eberstadtschen Berechnungen wurden — nach dem Einführungskurse berechnet — im Jahre 1899 Industriewerte in der Höhe von 747 889 148 Mk. emittiert, während der Kapitalreinempfang der Unternehmungen bei diesen Emissionen nur 508 989 744 Millionen Mk. betrug. Die Differenz würde also 238 899 404 Millionen Mk. betragen. Zieht man in Betracht, daß nicht alle Industriewerte durch Einführungen emittiert werden, ferner daß die neuen Aktien von bestehenden Aktiengesellschaften oft den alten Aktionären zu viel niedrigeren Kursen als den Einführungskursen angeboten werden, und rechnet dafür 100—120 Millionen ab, so bleibt immerhin noch ein Betrag von 120—140 Millionen Mark übrig, der den Gründern, bezw. den Emissionsfirmen im Jahre 1899 zu gute gekommen ist.

Aber nicht nur die Höhe von Emission und Kapitalinvestition ist in der Regel verschieden, auch der Zeitpunkt zwischen Emission und Kapitalinvestition liegt häufig auseinander.

In den Fällen, wo die Emission von Aktien der Gründung der Gesellschaft erst nach Jahren nachfolgt, wie es bei der Umwandlung bestehender Gesellschaften in Aktiengesellschaften der Fall ist, auch dann, wenn die Gründer von Aktiengesellschaften die Papiere jahrelang behalten und sie erst später an das Publikum emittieren, wird der Zeitpunkt der Kapitalinvestition in einer Emissionsstatistik um eben diese Jahre zu spät registriert. Denn schon mit der Gründung des Unternehmens werden in diesen Fällen die Kapitalien investiert. Auch dann, wenn die Emission nichts anderes bedeutet, als die Umwandlung kurzfristiger Bankkredite in mobiles Effektenkapital, die sog. Mobilisation von Bankkrediten, findet die eigentliche Kapitalinvestition nicht erst mit der Emission, sondern schon mit der Gewährung des Bankkredites statt. Die später von der Bank übernommenen Wertpapiere bedeuten dann nur eine Buchungsoperation, eine Ausgleichung des Passivpostens der betr. Unternehmung in den Büchern der Bank. Neues Kapital wird in diesem Augenblick nicht investiert[1]. Auf der anderen Seite wird die Kapitalinvestition später

[1] Vgl. „Deutscher Ökonomist“ vom 11. Januar 1913.

als die Emission da eintreten, wo die Beträge von seiten der Unternehmungen oder der Staaten erst lange nach der Emission gebraucht werden. In diesen Fällen wurde die Emission deshalb vollzogen, weil ein günstiger Zeitpunkt sie rätlich erscheinen ließ. Die Beträge bleiben in diesen Fällen solange als Guthaben bei der Bank stehen, bis sie von seiten der Unternehmungen oder der Staaten gebraucht werden. Die Kapitalinvestition findet hier nicht schon mit der Emission, sondern erst mit der Abhebung der Beträge von der Bank statt.

Diese letzten Ausführungen zusammenfassend ist zu sagen, daß die in einer Emissionsstatistik angegebenen Emissionsbeträge häufig quantitativ und zeitlich von der Investition der betreffenden Kapitalien verschieden sind, quantitativ verschieden deshalb, weil die Emissionsbeträge die Gründer- und Emissionsgewinne mit einbegreifen, die dem Kapitalsucher nicht zugute kommen, zeitlich verschieden deshalb, weil Emission und wirkliche Kapitalinvestition oft Jahre auseinander liegen können, was besonders bei Umwandlungen schon bestehender Unternehmungen in Aktiengesellschaften der Fall ist, auch dann, wenn die Emission nichts anderes bedeutet, als eine Mobilisation von Bankkrediten.

VI. Die Effektenstempelstatistik.

Eine befriedigende Antwort auf die Frage nach der Höhe und dem Zeitpunkt der Kapitalinvestitionen kann uns, wie wir gesehen haben, keine Emissionsstatistik geben, so genau und exakt sie auch aufgestellt sein mag. In Deutschland besitzen wir für die Beantwortung dieser Frage eine Statistik in der von der „Frankfurter Zeitung" geführten Effektenstempelstatistik, eine Statistik, die ich deshalb nicht mit den Emissionsstatistiken zusammen behandelt habe, weil es gar keine Emissionsstatistik ist, wie oft fälschlicher Weise behauptet wird, sondern im wesentlichen eine Statistik der neuausgegebenen Effekten. Denn der Effektenstempel, auf Grund dessen die Frankfurter Zeitung die neuen Kapitalinvestitionen eines Jahres feststellt, ist kein Emissionsstempel, sondern ein Ausgabestempel. Die neuen Effekten müssen nicht erst bei der Emission, sondern schon bei der Ausgabe versteuert werden.

Anderseits konnte ich die Besprechung dieser Statistik erst dann vornehmen, nachdem ich die vorhergehenden Probleme besprochen hatte, und eine Voranstellung dieser Probleme in den allgemein einleitenden Teil schien mir aus mehreren Gründen als unzweckmäßig. Deshalb sei diese Statistik erst hier ausführlich besprochen.

Kapitalansprüche, berechnet von der „Frankfurter Zeitung" nach dem Effektenstempel.

	Etatsjahr (1. April bis 31. März)							Kalenderjahr				
	1901/02	1902/03	1903/04	1904/05	1905/06	1906/07	1907/08	1908	1909[1]	1910	1911	1912
	Millionen Mark							Millionen Mark				
Inländische:												
Oblig. von Kommunen, Landschaften, Hyp.-Banken, Eisenbahnen	1 022,78	977,37	1 235,10	1 320,41	1 173,05	1 162,80	1 241,18	1 482,55	1 676,90	1 153,80	1 350,07	1 396,0
Industrieobligationen	321,62	249,76	193,53	214,86	323,90	258,88	312,43	473,40	419,73	221,04	422,77	509,0
Aktien	389,02	524,86	409,78	720,57	929,04	1 614,19	891,40	790,90	973,23	862,40	927,48	1 213,0
Kolonialanteile	—	—	—	—	—	—	—	—	0,13	1,10	5,95	4,0
Inl. Werte zus. (o. Staatsp., Kuxe)	1 733,42	1 751,99	1 838,41	2 255,34	2 425,99	3 035,87	2 445,01	2 746,85	3 069,99	2 237,34	2 706,27	3 122,0
Ausländische:												
Staatsanleihen u. Eisenbahnoblig.	273,95	912,71	290,07	457,41	682,03	198,57	111,38	139,44	437,37	389,25	437,69	157,0
Stadt- u. Industrieobligationen	59,52	124,18	104,01	88,22	79,20	60,29	28,04	74,61	212,24	23,74	47,16	33,0
Aktien	9,22	17,33	30,31	38,37	66,81	75,00	28,59	24,35	80,12	114,59	38,64	59,0
Ausl. Werte zus.	342,69	1 054,22	424,39	583,00	828,04	333,86	168,01	238,61	729,72	527,58	523,49	249,0
Versteuerte Beträge (ohne Kuxe)	2 076,11	2 806,21	2 262,80	2 838,34	3 254,03	3 369,73	2 613,02	2 985,25	3 799,72	2 764,92	3 229,76	3 371,0
dazu nicht steuerpflichtige Staatspapiere nach der Emissionsstatistik der „Frankf. Ztg."	506,01	532,28	343,36	283,87	454,68	668,97	541,06	1 079,32	1 066,66	621,26	235,89	631,0
Gesamtsumme	2 582,12	3 338,49	2 606,16	3 122,21	3 708,71	4 038,70	3 154,08	4 064,57	4 866,38	3 386,18	3 465,65	4 002,0
dav. entfiel. proz. a. ausl. Wertp.	13,4	31,2	16,2	18,7	22,3	8,3	5,4	5,9	15,1	15,6	15,2	6,2
" " auf deutsche Staatsanleihen	19,5	15,9	13,2	9,1	12,3	16,7	17,2	26,5	21,9	18,4	16,8	15,8
" " auf deutsche Komm.- u. Hyp.-Obl.	39,2	29,8	47,5	47,2	31,6	28,7	38,8	36,5	34,4	34,0	39,0	34,9
" " auf deutsche Aktien	15,4	15,7	15,7	23,0	25,0	39,9	28,3	19,5	20,0	25,5	26,0	30,4
" " auf deutsche Industrieobligation.	12,5	7,4	7,4	6,8	8,8	6,4	9,9	11,6	8,6	6,5	12,2	12,7
Vom Gesamtbetrag Aktien	15,4	16,2	16,9	24,4	26,8	41,8	29,2	20,2	21,7	26,2	28,0	31,9

[1] Ab 1909 Einstellung der Kolonialanteile, während sie vorher infolge von Steuerfreiheit nicht mitgerechnet werden konnten.

Nach dem Reichsstempelgesetz vom 15. Juli 1909 [1] unterliegen dem Effektenstempel:

1. Alle inländischen Effekten, wenn sie zur Ausgabe gelangen. Nicht schon die Herstellung, aber auch nicht erst die Emission, sondern die Ausgabe der Urkunde begründet die Steuerpflicht [2]. Praktisch will das besagen, daß bei Gründungen die Übernahme der Aktien seitens der Gründer, bei Kapitalserhöhungen und Aufnahmen von Anleihen die Übernahme der Effekten von seiten der Bank die Steuerpflicht bedingen. Befreit von der Besteuerung sind Renten und Schuldverschreibungen des Reichs und der Bundesstaaten und Aktien von Aktiengesellschaften, die ausschließlich gemeinnützigen Zwecken dienen. Soweit von einer Aktiengesellschaft innerhalb eines Jahres nach Eintragung der Gesellschaft ins Handelsregister Aktien nicht ausgegeben sind, ist der Effektenstempel nach Ablauf dieser Frist gemäß § 6 des Reichsstempelgesetzes vom Betrage der Einlagen auf das in Aktien zerlegte Grundkapital zu entrichten. Wertpapiere, welche lediglich zum Zwecke des Umtausches, d. h. behufs Erneuerung der Urkunde ohne Veränderung des ursprünglichen Rechtsverhältnisses, ausgestellt sind, bleiben nach § 5 steuerfrei. Eine Veränderung des ursprünglichen Rechtsverhältnisses findet im Sinne des Gesetzes nicht statt bei Herabsetzung oder Erhöhung des Zinsfußes (Konversion), Umwandlung eines Inhaberpapieres in ein Namenspapier, Zusammenlegung von Aktien wegen Herabsetzung des Grundkapitals (Sanierung), Umwandlungen von Stammaktien in Vorzugsaktien und zwar auch dann, wenn dies nur gegen Zahlung einer bestimmten Geldsumme geschieht, da dieser Vorgang keine Erhöhung des Aktienkapitals, sondern Zahlung von Mitgliederbeiträgen bedeutet. In allen diesen Fällen findet keine neue Besteuerung statt, einerlei, ob es sich um eine bloße Abstempelung oder um neu geschaffene Wertpapiere handelt. Fusionen bedingen eine Versteuerung, da es sich für die fusionierten Gesellschaften, zu deren Gunsten die neuen Wertpapiere geschaffen werden, um ein neues Rechtssubjekt handelt, einerlei ob die Papiere nur abgestempelt, oder neu kreiert sind.

2. Es unterliegen dem Effektenstempel nach § 2 ausländische Wertpapiere, welche durch ein im Ausland abgeschlossenes Geschäft

---

[1] Vgl. P. Loeck, a. a. O.

[2] Über den Unterschied zwischen Ausgabe und Emission vergleiche oben die Ausführungen S. 5 ff.

von einem zur Zeit des Geschäftsabschlusses im Inlande wohnhaften Kontrahenten angeschafft sind und ihm aus dem Ausland übersandt oder von ihm oder einem Vertreter aus dem Ausland abgeholt werden.

Die Höhe dieser Stempelsteuer[1] ist folgende:

3 % vom Kurs inländischer und ausländischer Aktien einschließlich der Kolonialpapiere. Unter Kurs versteht sich der Nennwert zuzüglich des Betrages, zu welchem die Effekten höher als der Nennwert lautet, ausgegeben werden. Nicht voll bezahlte Namensaktien und Anteilscheine brauchen nur den bescheinigten Einzahlungen gemäß versteuert zu werden.

2 % vom Nominalwert der inländischen Industrieobligationen.

5 % vom Nominalwert der inländischen Obligationen, Kommunen, Landschaften, Hypothekenbanken, Eisenbahnen.

1 % vom Nennwert der Renten und Schuldverschreibungen ausländischer Staaten, Kommunen, Eisenbahngesellschaften.

2 % vom Nennwert ausländischer Industrieobligationen.

5 Mk. pro Stück bei Kuxen.

3 % vom Werte der Zubußen.

Genußscheine verschieden, 1 Mk., 30 Mk., 40 Mk.

Die Steuererträgnisse der einzelnen Kategorien werden auf Grund der Steuerquoten kapitalisiert. Die Beträge der deutschen Staatspapiere setzt die Frankfurter Zeitung nach ihrer Emissionsstatistik ein. Die Berechnung der Kuxe muß ausfallen, da diese pro Stück versteuert werden und die Beträge der einzelnen Stücke ganz verschieden sind. Die Berechnungen beziehen sich auf das Fiskaljahr, also auf die Zeit vom 1. April bis zum 31. März und zwar bis zum Jahre 1908. Von da an sind die Beträge nach dem Kalenderjahre berechnet.

Kritik.

Man mag über den Effektenstempel denken, wie man wolle, eines ist unbestreitbar: Was wir mit Hülfe einer Emissionsstatistik nur ganz unbefriedigend feststellen können, nämlich die exakte Höhe und den genauen Zeitpunkt der Kapitalinvestition, läßt sich auf Grund dieser Effektenstempelerträgnisse ziemlich richtig berechnen. Die Papiere werden, wie ich ausgeführt habe, nicht auf Grund der Emissionskurse

[1] Bekanntlich hat der Bundesrat für die Deckung der neuen Rüstungen eine Erhöhung dieser Stempelsteuer vorgeschlagen.

besteuert, also nicht auf Grund des Kurses, mit dem die Beträge an das Publikum untergebracht werden, und auch nicht erst zu der Zeit, zu der die Emission stattfindet, sondern die Besteuerung findet bei der Ausgabe der Papiere auf Grund des Ausgabekurses statt, sei es bei der Gründung, sei es bei der Übernahme der Papiere von Seiten der Bank anläßlich von Staatsanleihen oder Kapitalserhöhungen. Die Effekten werden also da gefaßt, wo die Kapitalien direkt dem Kapitalsucher, dem Aussteller der Papiere, zufließen. 10 Mill Aktien z. B., die die Gründer zu pari übernommen haben und etwa erst zwei Jahre nach der Gründung der Gesellschaft mit — sagen wir — 150 % durch die Bank emittiert werden, erscheinen in einer Emissionsstatistik erst zwei Jahre nach der wirklichen Kapitalinvestition mit 15 Mill. Mk. und verleiten zu der Annahme, als ob in diesem Jahre 15 Mill. Mk. neues Kapital investiert worden sei. In Wirklichkeit ist aber schon vor zwei Jahren neues Kapital — und zwar nur in der Höhe von 10 Mill. Mk. — investiert worden; die 5 Mill. Mk. steckten die Gründer, bezw. die Banken ein. Durch diese Effektenstempelstatistik werden also die zeitlichen und quantitativen Fehlerquellen vom Gesichtspunkte der Kapitalinvestition aus vermieden. Aber auch einen anderen nicht minder wichtigen Vorzug besitzt diese Statistik. Wir haben gesehen, daß keine einzige Emissionsstatistik alle Emissionen ohne Ausnahme berechnen kann, aus dem einfachen Grunde, weil vielfach Emissionen unter der Hand vorgenommen werden, so daß der Emissionsstatistiker gar keine Kenntnis davon erhält. Auch diese mitunter sehr große Fehlerquelle ist in dieser Statistik vermieden, da alle Emissionen oder — um mich genauer auszudrücken — alle neuen Effektenausgaben mit Ausnahme der deutschen Staatspapiere gestempelt werden müssen. Letztere werden von der „Frankfurter Zeitung" nach ihrer Emissionsstatistik eingestellt. Auch im Falle der nicht vollbezahlten Effekten sind nur die Einzahlungen mitgerechnet. Allerdings sind auch in dieser Statistik kleine Fehlerquellen vorhanden. Die Kuxe können nicht berechnet werden, da sie per Stück versteuert werden und die einzelnen Titres ganz verschiedene Beträge aufweisen. Außerdem müssen nach dem Gesetze die Effektenneuausgaben anläßlich von Fusionen versteuert werden, obwohl es sich hierbei nicht um eine neue Kapitalinvestierung, sondern nur um eine Verschmelzung zweier Gesellschaften handelt. Ferner sind die Beträge auch deshalb zu groß, weil die Papiere, wohl aus fiskalischen Gründen, mit Ausnahme der in- und ausländischen Aktien, nach den Nominalwerten versteuert werden.

Doch allzu groß ist diese Differenz nicht, weil den Unterpari-ausgaben auch einige Überpariausgaben kompensierend gegenüberstehen, und die Aktien mit dem Ausgabekurswert versteuert werden. Endlich sind die Effekten mitgezählt, die zwecks Umwandlungen von bestehenden Unternehmungen in Aktiengesellschaften an die Vorbesitzer ausgegeben werden. Diese Effektentransaktion bedeutet für das Unternehmen, wie ich schon ausgeführt habe, keine neue Kapitalinvestition. Verkaufen die Vorbesitzer ihre Aktien, so kommt der Erlös natürlich nicht dem Unternehmen, sondern eben diesen Vorbesitzern zu gute.

Auch die meisten ausländischen Effekten werden durch diese Statistik genauer erfaßt. Sobald ausländische Werte nach Deutschland hereinkommen, müssen sie versteuert werden. Damit können also alle in Deutschland ausgegebenen ausländischen Effekten bis zum letzten Titre erfaßt werden, was bei Schätzungen natürlich niemals der Fall sein kann. Auch die ausländischen Werte, die nach der Emission nach Deutschland hereinströmen, können auf diese Weise mit berücksichtigt werden. Natürlich reicht auch diese Methode nicht aus, um die tatsächlichen Erwerbungen von seiten der deutschen Volkswirtschaft genau festzustellen. „So erfaßt die Statistik des Effektenstempels zwar die nach Deutschland eingeführten ausländischen Effekten, die hier zur Versteuerung kommen, aber die zweifellos recht hohen Beträge der wieder ins Ausland abfließenden Werte bleiben in ihr unberücksichtigt: diese Werte sind überhaupt schwer zu fassen, wenn sich nicht gerade in Einzelfällen aus besonderen Umständen ein Überblick darüber bietet, wie viel von diesen Werten sich noch in deutschen Händen befindet. So ist auf der einen Seite die Schätzung des deutschen Besitzers an Auslandswerten, die aus dem Stempelertrag der ausländischen Effekten gewonnen wird, zu hoch; auf der anderen Seite erfaßt eine solche Schätzung wieder nicht die bekanntermaßen überaus erklecklichen Beträge von ausländischen Papieren, die zwar von Deutschen erworben, aber im Ausland belassen und darum nicht versteuert werden[1]."

Zusammenfassend kann man sagen, daß die Effektenstempelstatistik bei weitem als die sicherste und vollendetste angesehen werden darf, soweit es sich um die Feststellung der wirklichen Kapitalinvestitionen von Staat und Unternehmung binnen eines Jahres auf dem Wege der Effektenausgabe handelt. Die zum größten Teil durch die Materie

[1] „Frankfurter Zeitung" vom 2. Juni 1909.

selbst entschuldbare Unzulänglichkeit der anderen Statistiken ergibt sich aus den Nebeneinanderstellungen der Endbeträge:

in Millionen Mark	1909	1910	1911
„Frankfurter Zeitung"	3 222,42	2 612,70	2 539,56
„Deutscher Ökonomist"	3 590,29	3 022,31	2 708,57
Statistik nach dem Effektenstempel .	4 866,38	3 386,18	3 465,65

Obwohl die Emissionsstatistiken der „Frankfurter Zeitung" und des „Deutschen Ökonomisten" die Emissionsbeträge berücksichtigen, die „Frankfurter Zeitung" außerdem noch die Kurse einstellt, bleiben ihre Ziffern, wie ersichtlich, sehr erheblich hinter den auf Grund der Stempelerträge berechneten Ziffern zurück. Allerdings ist zugunsten der beiden Emissionsstatistiken zu berücksichtigen, daß die Effektenstempelstatistik im Gegensatz zu jenen die Fusionen mitzählt, ein Faktor, der jedoch nicht allzu schwer in die Wagschale fällt. Die Differenz zeigt wohl in erster Linie die große Fülle von Emissionen, die freihändig emittiert werden. Ferner ist zu beachten, daß die Effektenstempelstatistik auch die nach der Emission nach Deutschland hereinströmenden ausländischen Werte mit erfaßt, was bei den Emissionsstatistiken natürlich nicht der Fall ist. Im Jahre 1909 ist die Hälfte der gewaltigen Differenzen auf diesen Umstand zurückzuführen, wo das Einströmen fremder Papiere auf den deutschen Markt ziemlich stark war. Die Schwankungen in den Differenzen der einzelnen Jahre sind — abgesehen von dem eben genannten Faktor — darauf zurückzuführen, daß Ausgabe und Emission der Effekten häufig nicht in demselben Jahre stattfinden können, so daß in dem Jahre, wo viele Effekten ausgegeben, ohne daß sie emittiert werden, die Zahlen der Effektenstempelstatistik natürlich sehr hoch anschwellen, während in den Jahren, wo diese ausgegebenen Effekten emittiert werden, die Differenzen dadurch abgeschwächt werden.

Man sieht auch aus diesen Nebeneinanderstellungen, daß die Beträge des „Deutschen Ökonomisten" der Wirklichkeit am nächsten kommen. Hiermit ist auch das Urteil hinfällig, das Eßlen über die privaten Emissionsstatistiken gefällt hat, oder um es genauer zu sagen, das Urteil Fischels in der Bankenquete, das Eßlen sich zu eigen gemacht hat: „Unter den privaten Emissionsstatistiken erfreuen sich die Zusammenstellungen der ‚Frankfurter Zeitung' des größten Ansehens; sie kommen der Wahrheit näher, als die des ‚Deutschen Ökonomisten'."

Diese nach den Steuererträgnissen berechneten Beträge könnten ohne große Mühe vervollkommnet werden. Die einzelnen Kategorien wären etwas mehr zu spezialisieren. Fernerhin könnte die Stempel-

behörde mit Leichtigkeit die Fusionen und Umgründungen aus den Stempelerträgen sondern, wenn sie auf ihren Formularen noch eine Rubrik: Zweck der Effektenausgabe, anbrächte. Vielleicht nimmt das Kaiserliche Statistische Amt die Berechnungen der Beträge nach dem Effektenstempel der „Frankfurter Zeitung" ab. Für das Kaiserliche Statistische Amt wäre es auch möglich, die Entlastung des Marktes infolge von Rückzahlungen bei Tilgung und Liquidationen zu berücksichtigen. „Diese soweit wie möglich zu ermitteln, wäre ein großes Verdienst des statistischen Amtes, und soweit inländische Werte in Betracht kommen, keineswegs schwer, weder für Staats- noch Städteobligationen, noch für Hypothekenpfandbriefe und Industrieobligationen, zumal für letztere in der seit diesem Jahre veröffentlichten offiziellen Statistik der Aktiengesellschaften auch inbezug auf die Tilgung bestimmte Anhaltspunkte gegeben sind [1]." Auf diesem Wege bekämen wir eine zeitlich wie quantitativ fast exakte Erfassung der wirklichen Inanspruchnahme des Marktes von seiten des Staates und der Industrie, soweit deren Kapitalbedürfnisse durch Ausgabe von Effekten befriedigt werden [2]. Wie hoch die Summe der emittierten Werte innerhalb eines Jahres ist, darüber kann uns, wie hier nochmals betont sei, diese Effektenstempelstatistik keinen genauen Aufschluß geben. Allerdings scheint mir die Frage nach der Höhe und dem Zeitpunkt der Kapitalansprüche von seiten der Staaten und Unternehmungen und deren Befriedigung wichtiger zu sein, als die Frage nach der Höhe und dem Zeitpunkt der Emission der betreffenden Werte.

[1] „Frankfurter Zeitung" vom 5. Februar 1910.

[2] Nicht unerwähnt lassen möchte ich die von Calwer im „Plutus" monatlich zusammengestellten Neugründungen und Kapitalserhöhungen von Aktiengesellschaften und Gesellschaften m. b. H. Das hier verzeichnete Nominalkapital ist allerdings nur ein Teil des wirklich investierten Anlegekapitales, da einerseits das Effektivkapital bei Kapitalserhöhungen in der Regel höher ist als das Nominalkapital, und anderseits die Industrieobligationen fehlen. Als Subtraktionsposten müßten neben den Umwandlungen von Einzelfirmen auch die zum Zwecke der Fusion erfolgten Kapitalserhöhungen erwähnt werden.

Lebenslauf.

Ich bin am 10. Oktober 1889 in Mannheim als Sohn des Kaufmannes Julius Marx geboren. Nachdem ich in meiner Vaterstadt das Abiturientenexamen des Großherzogl. Gymnasiums absolviert hatte, bezog ich die Universität, um Nationalökonomie zu studieren. Ich besuchte die Universitäten Heidelberg, München, Genf, Berlin, um schließlich im Juli 1912 in Freiburg im Breisgau mit vorliegender Arbeit zum Dr. rer. pol. zu promovieren.